THAIHABOOKS
Phụng sự để dẫn đầu
NHÀ XUẤT BẢN LAO ĐỘNG



Jeremy C.Miller
Quỳnh Ca *dịch*

LUẬT của WARREN BUFFETT

33 lá thư + 14 nguyên tắc =
Một nhà đầu tư vĩ đại


TỔNG HỢP
EBOOK
HAY NHẤT VỀ
ĐẦU TƯ
SINVEST.VN

LỜI GIỚI THIỆU

"Dù là một triệu đô la, hay mười triệu đô la, thì tôi đều đầu tư toàn bộ. Lợi suất cao nhất mà tôi đạt được là trong những năm 1950. Tôi đã đánh bại chỉ số Dow. Các anh nên xem lại những con số hồi ấy. Nhưng khi đó tôi chỉ đầu tư nhỏ lẻ. Không có nhiều tiền là một lợi thế lớn về cơ cấu. Tôi nghĩ tôi có thể mang về cho các anh lợi suất 50% một năm trên một triệu đô la. Không, tôi biết tôi có thể làm được. Tôi bảo đảm."

- WARREN BUFFETT, BUSINESSWEEK, 1999

Năm 1956, Warren Buffett làm việc tại New York với thầy dạy của mình, cũng là cha đẻ của đầu tư giá trị[1], Benjamin Graham. Khi Graham quyết định nghỉ hưu, ông ngỏ ý cho người học trò xuất sắc nhất của mình một phần vốn ở Công ty Hợp danh Graham-Newman, song chàng thanh niên Buffett 25 tuổi khi đó lại chọn phương án trở về quê nhà. Không lâu sau, theo yêu cầu của bốn thành viên trong gia đình và ba người bạn, một công ty hợp danh đầu tư mới – Công ty Trách nhiệm Hữu hạn Buffett Associates – được thành lập. Tuy nhiên, trước khi nhận séc của họ, ông đề nghị họ tới ăn tối cùng ông tại Omaha Club. Tiền ăn chia đều cho tất cả.

Buổi tối hôm đó, Buffett đưa cho mỗi người một vài trang tài liệu pháp lý về thỏa thuận hợp danh chính thức và bảo họ không cần phải lo lắng quá nhiều về việc trong đó viết những gì, bởi sẽ không có bất ngờ nào cả. Buổi tụ họp nhằm bàn luận về một điều mà ông cho rằng quan trọng hơn nhiều, đó là Những Nguyên tắc Cơ Bản. Ông đã phô-tô bản danh sách nguyên tắc này thành nhiều bản và nói kỹ về từng mục. Buffett kiên quyết yêu cầu có quyền tự quyết hoàn toàn. Ông không có ý định nói về những gì mà Công ty Hợp danh này thực sự sẽ làm; ông đưa ra rất ít thông tin về cổ phần thực tế của mình. Ông nói với họ: "Những nguyên tắc cơ bản này là triết lý hành động. Nếu các vị đồng ý thì chúng ta hãy tiến hành. Còn nếu các vị không đồng ý thì tôi cũng thông cảm."

Những nguyên tắc cơ bản

1. Không bao giờ bảo đảm bất kỳ mức lợi suất nào cho các thành viên góp vốn. Các thành viên góp vốn mà rút một nửa trong số 1% hàng tháng chỉ được làm đúng như vậy thôi – rút tiền. Nếu chúng ta kiếm được trên 6% mỗi năm trong vài năm, số tiền rút ra sẽ được lấy từ số tiền thu về, và tiền vốn sẽ tăng lên. Nếu chúng ta không kiếm được 6%, những khoản thanh toán hàng tháng sẽ là một phần hay toàn bộ tỷ lệ thu nhập trên vốn.

2. Năm nào chúng ta không đạt được ít nhất trên 6% thì tới năm tiếp theo, tiền thanh toán hàng tháng cho các thành viên góp vốn sẽ giảm xuống.

3. Khi nói đến lợi nhuận hay thua lỗ hàng năm tức là nói đến các giá trị thị trường; có nghĩa là tình hình tài sản của chúng ta theo định giá thị trường vào thời điểm cuối năm so với thời điểm đầu năm ra sao. Điều này có thể có ít mối liên hệ với các kết quả được ghi nhận nhằm phục vụ cho mục đích tính thuế trong năm đó.

4. Kết quả hoạt động tốt hay kém của chúng ta sẽ không đo lường qua mức tăng trưởng dương hay âm trong năm. Thay vào đó, nó sẽ được đánh giá dựa trên tình hình chung trên thị trường chứng khoán với thước đo là chỉ số Trung bình Công nghiệp Dow-Jones, các công ty đầu tư hàng đầu, v.v. Nếu kết quả của chúng ta tốt hơn so với những thước đo này, chúng ta sẽ coi đó là một năm hiệu quả, dù con số là âm hay dương. Nếu kết quả kém hơn, chúng ta xứng đáng bị ăn trứng thối.

5. Mặc dù tôi thích thử nghiệm 5 năm hơn, nhưng tôi cho rằng ba năm là khoảng thời gian tối thiểu hoàn hảo để đánh giá hiệu quả hoạt động. Chắc chắn chúng ta sẽ gặp những năm hiệu quả hoạt động của công ty kém hơn, thậm chí kém hơn hẳn, so với chỉ số Dow. Nếu kết quả hoạt động trong giai đoạn ba năm hoặc dài hơn là yếu kém, tất cả chúng ta có lẽ đều nên tính đến chuyện bỏ tiền vào chỗ khác – ngoại trừ trường hợp ba năm đó diễn ra một vụ bùng nổ đầu cơ trong thị trường giá lên[(2)].

6. Tôi không làm nhiệm vụ dự đoán tình hình thị trường chứng khoán nói chung hay những biến động trong kinh doanh. Nếu các bạn

nghĩ tôi có thể làm điều đó, hay cho rằng đó là điều quan trọng cần có trong một chương trình đầu tư, thì các bạn không nên tham gia vào công ty hợp danh này nữa.

7. Tôi không thể hứa hẹn kết quả gì với các thành viên góp vốn. Những gì tôi có thể và dám hứa là:

a. Những khoản đầu tư của chúng ta sẽ được lựa chọn dựa trên cơ sở giá trị chứ không lựa theo xu hướng;

b. Chúng ta sẽ cố gắng đưa rủi ro lỗ vốn dài hạn[(3)] (không phải lỗ danh nghĩa ngắn hạn[(4)]) xuống tối thiểu bằng cách đạt được biên an toàn[(5)] lớn trong từng khoản đầu tư và sự đa dạng trong các khoản đầu tư; và

c. Gần như toàn bộ giá trị tài sản ròng của tôi và vợ con tôi sẽ được đầu tư vào công ty hợp danh này.

Mọi người được mời tới Omaha Club tối hôm đó đều ký tên xác nhận và Buffett nhận séc của họ. Khi có thành viên mới tham gia, từng người đều được hướng dẫn cặn kẽ về những nguyên tắc cơ bản này. Sau đó, mỗi thành viên góp vốn đều được nhận bản cập nhật hàng năm.

Trong những năm sau đó, Buffett chia sẻ về hiệu quả làm việc cũng như nói về các hoạt động của mình qua hàng loạt lá thư ông gửi cho nhóm những người đi theo ít ỏi nhưng số lượng ngày một gia tăng này. Ông dùng những lá thư đó làm công cụ giảng dạy nhằm củng cố và bổ sung cho những ý tưởng đằng sau các nguyên tắc cơ bản, trao đổi về những kỳ vọng của ông đối với hiệu quả hoạt động trong tương lai, và bình luận về tình hình thị trường. Ban đầu, những lá thư này được gửi mỗi năm một lần, nhưng khi nhiều thành viên lên tiếng than phiền rằng một năm là quá lâu, ông chuyển sang viết ít nhất nửa năm một lần.

Những "Bức thư gửi thành viên góp vốn" này giống như một biên niên sử ghi lại những ý tưởng, phương pháp, và suy nghĩ của ông ngay trước giai đoạn đình đám tại Berkshire Hathaway[(6)]; đây là giai đoạn ông ghi dấu bằng những kỷ lục đầu tư thành công vô tiền khoáng hậu, thậm chí với chính cả những thành tích của ông tại

Berkshire. Tuy vẫn cho rằng sẽ có những năm hoạt động tốt và không tốt, song ông tin rằng mức lợi nhuận cao hơn chỉ số Dow 10% trong hầu hết các giai đoạn 3-5 năm là khả dĩ, và đó là điều ông sẵn sàng thực hiện.

Nhưng trên thực tế, điều ông đạt được còn tốt hơn nhiều. Ông liên tục đánh bại thị trường và không hề có một năm thụt lùi nào. Trong cả giai đoạn trên, ông đã làm tăng vốn của các thành viên lên gần 24% mỗi năm, sau khi đã trừ đi các khoản chi phí. Trong giai đoạn ban đầu này, ông đã có những năm hoạt động tốt nhất trong sự nghiệp của mình.

Những bài học từ những bức thư này là định hướng có giá trị vượt thời gian cho mọi nhà đầu tư – từ những người mới bắt đầu, những nhà đầu tư nghiệp dư, cho tới những nhà đầu tư lão luyện. Chúng đặt ra một hệ thống những nguyên tắc và phương pháp nhất quán, hiệu quả cao giúp tránh được những cám dỗ mang tính trào lưu và kỹ thuật vốn đầy rẫy trên thị trường thời nay (hoặc bất kỳ thời nào). Tuy hàm chứa những phân tích tinh vi, hợp "khẩu vị" của những chuyên gia kỳ cựu, song những lá thư này cũng là phương tiện để Buffett truyền đạt kiến thức nhập môn về đầu tư, bởi chúng mang đến một phương thức tiếp cận cơ bản, hợp lý và dễ hiểu đối với tất cả mọi người.

Lần đầu tiên qua cuốn sách này, những bức thư gửi thành viên góp vốn và những kiến thức uyên thâm được truyền tải trong đó được tập hợp đầy đủ, bao gồm những nguyên tắc nền tảng như chiến lược đa dạng hóa[(7)] khác người của ông, sự tán dương gần tới ngưỡng tôn thờ mà ông dành cho lãi kép[(8)], và quá trình ra quyết định thận trọng, đi ngược với lối tư duy thông thường của ông. Những bức thư này cũng đề cập đến các phương pháp đầu tư của Buffett đối với các nhóm Tổng quát, Tính toán và Kiểm soát, ba "phương pháp hoạt động" chính của ông – theo thời gian, những phương pháp này được phát triển và biến hóa theo những cách thức rất thú vị và quan trọng mà chúng ta sẽ cùng khám phá trong cuốn sách này.

Về cơ bản, giá trị to lớn của những bức thư này nằm ở chỗ chúng miêu tả được tư duy của một nhà đầu tư trẻ thành công khi khởi sự với khoản tiền hết sức khiêm tốn ban đầu – thứ tư duy mà các nhà đầu tư có thể vận dụng để đạt được thành công lâu dài khi họ dấn

thân vào thương trường. Những bức thư là lời biện hộ mạnh mẽ cho chiến lược dài hạn, hướng đến giá trị – một chiến lược đặc biệt khả thi trong những thời đại đầy biến động như thời đại của chúng ta, khi mà con người ta dễ dàng ngả theo đầu cơ, sử dụng đòn bẩy nợ cao, và chú trọng vào ngắn hạn, những điều vốn hiếm khi mang lại hiệu quả lâu dài. Chúng chỉ ra những nguyên tắc có giá trị vượt thời gian về tính cẩn trọng và kỷ luật – những nguyên tắc nền tảng đã và đang kiến tạo nên thành công của Buffett.

Nếu như chàng thanh niên Buffett khởi sự Công ty Hợp danh của mình ở thời đại ngày nay, hẳn ông cũng sẽ đạt được những thành quả to lớn hệt như vậy. Thực ra, hiện nay ông cũng "bảo đảm" được rằng mình có thể kiếm được mức lợi suất hàng năm 50% với một vài triệu đô la ban đầu. Sở dĩ mức lợi suất cao (trên lượng vốn nhỏ) này là khả thi trong thời điểm hiện nay cũng như cách đây nhiều năm là do những yếu tố kém hiệu quả của thị trường vẫn còn đó, đặc biệt là trong những doanh nghiệp nhỏ, ít được chú ý; và còn vì ông là một nhà đầu tư đại tài nữa. Dẫu vậy, chừng nào các nhà đầu tư còn có trí nhớ ngắn hạn và dễ dao động trước giá trị cổ phiếu do lòng tham cũng như sự sợ hãi, thì chừng đó vẫn tồn tại cơ hội kiếm lãi bộn cho tất cả những nhà đầu tư táo bạo, có thể tiếp nhận một lối tư duy thích đáng.

Giống như bất kỳ thời đại nào, ngày nay nhiều người không kiên trì tuân thủ kỷ luật – nguyên tắc không thể thiếu trong đầu tư giá trị. Liên tiếp trong những bức thư, Buffett trở đi trở lại với bản chất bất biến trong những nguyên tắc của ông. Đó là một lối tiếp cận đề cao thái độ hơn là trí thông minh – trung thành với quy trình của riêng mình và không để bị cuốn theo trào lưu là một trong những việc khó khăn nhất đối với cả những nhà đầu tư kỳ cựu nhất. Ai cũng có thể rút ra cho mình bài học từ khả năng làm chủ các cảm xúc trong đầu tư của Buffett.

Mỗi chương trong cuốn sách này đều được xây dựng xung quanh một ý tưởng hoặc chủ đề riêng biệt từ những bức thư và có một bố cục đơn giản, bắt đầu là một bản tóm tắt nhằm cung cấp một số thông tin nền. Hy vọng điều này sẽ giúp mang lại cho các bạn bối cảnh lịch sử, từ đó cho phép chúng ta có được một nhận thức đầy đủ hơn về sự phù hợp của nội dung thư trong thời đại ngày nay.

Với mục đích đó, tất cả các trích đoạn quan trọng từ những bức

thư trong từng chủ đề đều sẽ được trình bày đầy đủ. Điều này không những giúp chúng ta được trực tiếp tiếp cận tri thức từ chính ngòi bút của Buffett mà còn biến cuốn sách này thành công cụ tham khảo hữu ích trong việc đánh giá công việc của ông ở giai đoạn này. Bản thân việc tổng hợp tất cả những bình luận của ông về một chủ đề vào từng chương mang lại rất nhiều thông tin. Chúng ta có thể nhận thấy nhiều mô típ lặp lại trong nhiều bức thư khi ông nhắc lại những ý tưởng của mình và theo dõi những thay đổi trong chính suy nghĩ của ông – đây là điều khó có thể nhận thấy nếu chúng ta đọc thư theo trình tự thời gian.

Buffett chưa từng xuất bản một cuốn giáo trình nào về đầu tư, ít nhất là xét theo nghĩa truyền thống của từ này. Những gì chúng ta có, bên cạnh những bài báo mà ông viết và những ghi chú hình thành từ những buổi nói chuyện và những bài diễn thuyết của ông, là những bức thư mà ông đã viết. Thực ra, những bức thư này giống như một khóa học được bắt đầu không ngừng nghỉ từ năm 1957 cho tới ngày nay, tức là xuyên suốt sự nghiệp của ông. Thư gửi thành viên góp vốn là học phần đầu tiên trong khóa học đó, và tôi rất lấy làm vinh hạnh được chia sẻ chúng với các bạn. Hy vọng rằng bạn đọc chúng cũng hào hứng như khi tôi tổng hợp chúng lại.

Tôi rất cảm kích vì Buffett đã tin tưởng đồng ý cho tôi sử dụng những bức thư của ông trong cuốn sách này, và tôi cũng xin lưu ý lại một lần nữa rằng vai trò của ông trong cuốn sách này chỉ dừng lại ở đó. Tôi đặt mục tiêu trình bày những bức thư của ông theo hướng ông tán thành, đồng thời làm sao để những lời dạy của ông tìm được sự đồng cảm của cả những nhà đầu tư non trẻ và những chuyên gia lão làng.

Phần I

CHƯƠNG 1
ĐỊNH HƯỚNG

"Việc luôn có một cái giá niêm yết cho phần vốn của bạn trong doanh nghiệp (cổ phiếu) lúc nào cũng nên được coi là một tài sản để sử dụng nếu muốn. Nếu nó trở nên đủ điên rồ, dù là theo bất kỳ hướng nào, thì bạn nên tận dụng điều đó."

– NGÀY 12 THÁNG 7 NĂM 1966

Hãy tưởng tưởng bạn đang ở Omaha, Nebraska: Đó là một buổi tối mùa thu năm 1956. Elvis vừa xuất hiện lần đầu trên chương trình *The Ed Sullivan Show* còn Eisenhower thì đang ở Nhà Trắng. Tối nay, bạn cùng hai mươi người khác sẽ vào một lớp học tại Đại học Nebraska Omaha để dự bài giảng đầu tiên trong khóa học "Nguyên tắc đầu tư". Thầy giáo của bạn là một chàng thanh niên chạc tuổi đôi mươi tên là Warren Buffett. Rồi bạn chọn ngồi kế người dì Alice của Buffett – một trong bảy nhà đầu tư ban đầu trong thỏa thuận góp vốn đầu tiên của ông.

Tôi muốn coi cuốn sách này là bản mô phỏng của lớp học "Nguyên tắc đầu tư" ngày đó theo cách riêng của nó, dựa trên những bài học mà Buffett đã truyền dạy trong những Bức thư gửi thành viên góp vốn mà ông viết cùng thời điểm với khóa học này. Nó sẽ hướng dẫn cho bạn về những điều cơ bản trong chiến lược đầu tư thông minh, được trình bày qua những trích đoạn quan trọng lấy từ gần bốn mươi bức thư này. Đó là những năm tháng trước khi Công ty Berkshire ra đời, từ năm 1956 tới năm 1970, khi nguồn vốn của Buffett rất hạn hẹp, còn cơ hội của ông thì thật không giới hạn. Đó là khoảng thời gian, đặc biệt trong những ngày đầu hoạt động của Công ty Hợp danh[(9)], khi cũng giống như bạn và tôi bây giờ, Buffett có thể đầu tư vào hầu hết mọi thứ, chẳng có công ty nào là nhỏ bé để mà

không hứng thú cả.

Trong suốt những năm 1950 – 1960, ban ngày Buffett tham gia đầu tư còn tối đến lại dạy học. Dì Alice của ông cùng nhiều thành viên góp vốn đều tham gia lớp học đó. Sau khi hoàn thành khóa học của Dale Carnegie nhằm vượt qua những ngần ngại của việc nói trước công chúng, Buffett dùng việc dạy học làm cách để phát triển kỹ năng của mình. Không chỉ vậy, ông còn noi gương người thầy của mình, Ben Graham – ngoài viết thư gửi các nhà đầu tư, ông còn giảng dạy khóa học về phân tích chứng khoán tại Trường Kinh doanh Columbia khi điều hành công ty đầu tư của mình, Graham-Newman.

Nguyên tắc nền tảng của Benjamin Graham

Chẳng có gì tốt hơn để bắt đầu đọc cuốn sách về chiến lược đầu tư thông minh bằng việc tìm hiểu nguyên tắc nền tảng trong cách tư duy của Buffett, nguyên tắc mà các học trò của Graham đều tường tận: Trong *ngắn hạn*, thị trường có thể và sẽ đôi lúc hoàn toàn hỗn loạn và vô lý, nhưng về *dài hạn*, chứng khoán sẽ được định giá phù hợp với giá trị nội tại của chúng.

Buffett sử dụng ý tưởng có phần hơi nghịch lý của thầy mình làm công cụ truyền dạy trong suốt những bức thư bởi ý tưởng này giúp phân biệt rõ được điều những nhà đầu tư thực sự theo đuổi: phân tích việc kinh doanh một cách có cơ sở thống nhất, hợp lý dựa trên tính logic và lý luận đúng đắn để có thể chọn được chứng khoán có lợi nhuận tiềm năng cao nhất với độ rủi ro tương ứng ở mức thấp nhất có thể. Đó mới là cách tiếp cận của nhà đầu tư dài hạn và hoàn toàn khác việc cố gắng kiếm lời bằng cách đầu cơ[(10)] dựa trên những điều các nhà đầu tư khác sẽ hay sẽ không làm qua dự đoán những biến động ngắn hạn trong các biến số ở cấp vĩ mô như giá dầu hay lãi suất. Nhà đầu tư, theo đúng nghĩa chúng ta sẽ giải thích, mua doanh nghiệp; còn nhà đầu cơ chỉ “chơi” thị trường mà thôi.

Nhà đầu tư cần học cách coi những biến động ngắn hạn về giá của cổ phiếu như những biến động ngẫu nhiên và tin rằng phần lớn chúng không đáng để quan tâm; khi đó, do chúng được coi là ngẫu

nhiên nên chẳng phải cố gắng dự đoán chúng một cách có hệ thống làm gì. Đơn giản đây không phải trò chơi của chúng ta.

Tuy nhiên, về dài hạn, thị trường sẽ tự điều chỉnh và cuối cùng lại phản ánh tình hình kinh tế của doanh nghiệp trong giá cổ phiếu của nó. Nếu hiểu điều này, nhà đầu tư sẽ chỉ tập trung vào việc phân tích và lập luận thận trọng tình hình kinh doanh dài hạn – đó là điều chúng ta tin rằng cuối cùng sẽ đem lại kết quả trên mức trung bình.

Nguyên tắc nền tảng vĩ đại này xuất phát trực tiếp từ Ben Graham, người thầy, người sếp, người hùng của Buffett và thực tế là người đã phát minh ra việc phân tích chứng khoán. Được mệnh danh là Hiệu trưởng Phố Wall, Ben Graham là một nhà cách mạng, người tiên phong biến những gì được cho là "nghệ thuật đen tối" thành một nghề nghiệp thực sự. Buffett đã lĩnh hội các ý tưởng của Graham ngay từ lúc tiếp cận chúng – nhiều tới mức ông thậm chí còn đặt tên con trai mình, người sẽ trở thành Chủ tịch không điều hành của Công ty Berkshire Hathaway, là Howard *Graham* Buffett. Để nắm bắt được các nguyên tắc đầu tư của Buffett, những phần mà không hề thay đổi từ suốt những năm tháng của Công ty Hợp danh tới tận ngày nay, phải hiểu rõ được ý tưởng nền tảng và những ảnh hưởng của Graham đối với Buffett. Mọi chuyện bắt đầu như thế này:

Buffett tốt nghiệp Đại học Nebraska – Lincoln sớm hơn một năm vào năm 1950 khi ông mới 19 tuổi. Sau đó, ông nộp đơn xin học tại Trường Kinh doanh Harvard nhưng được đáp lại rằng sẽ có cơ hội đỗ cao hơn vào trường nếu nộp đơn lại vào mấy năm sau. Tuy nhiên, bị Trường Kinh doanh Harvard từ chối lại là một trong những điều may mắn nhất từng xảy đến với ông. Khi bắt đầu tìm kiếm các trường kinh doanh khác, Buffett tình cờ bắt gặp cuốn catalog của Trường Kinh doanh Columbia. Từ cuốn catalog đó, ông khám phá ra rằng tác giả của cuốn sách ông ưa thích, *Nhà đầu tư thông minh*, không chỉ còn sống mà còn đang giảng dạy ở ngôi trường này. Ngay lập tức, Buffett nộp đơn xin học. Nhiều tuần sau (ông nộp đơn vào tháng Tám), ông được nhận vào trường Columbia và chẳng bao lâu sau đó, ông trở thành sinh viên nổi bật nhất trong lớp học của Graham. Bạn chỉ có thể tưởng tượng cường độ truyền thụ tri thức giữa hai người này mà thôi. Graham xây dựng nền móng trí thức cho Buffett, còn Buffett, sinh viên duy nhất đạt điểm A+, góp nhặt mọi thứ thầy Graham truyền thụ.

Sau khi tốt nghiệp, Buffett rất muốn làm việc ở công ty đầu tư của Graham, nhưng, như ông thường đùa, ông bị khước từ vì bị "định giá quá cao" mặc dù ông đề nghị làm việc không công. Lý do thực sự ông không được làm việc tại đó có lẽ phần nhiều là do Graham-Newman là một trong số ít công ty đầu tư do người Do Thái sở hữu; Buffett có thể tìm được một công việc tốt ở nơi khác khi bị Graham khước từ, nhưng những người Do Thái có trình độ cao khác thì có thể không.

Quá thất vọng, ông trở về Omaha cùng cha mình điều hành hãng môi giới chứng khoán; tại đây, ông vẫn tiếp tục theo đuổi ý nghĩ làm việc chung với Graham. Ba năm liền đều đặn gửi thư và các ý tưởng đầu tư chứng khoán cuối cùng cũng có kết quả; người thầy đã động lòng và mời ông trở lại New York vào năm 1954. Buffett không có nhiều thời gian làm việc tại Graham-Newman; bởi chỉ một năm sau khi ông làm việc tại đây, Graham quyết định nghỉ hưu.

Một lần nữa, khi ở tuổi hai mươi lăm, Buffett trở lại Omaha; dù vậy, lần này ông không quay lại công việc môi giới chứng khoán cùng cha mình nữa. Lần này, bất chấp lời khuyên của Graham và cha mình, ông thành lập một thỏa thuận góp vốn đầu tư của riêng mình. Ông cấu trúc thỏa thuận này theo những gì Graham đã thiết lập và vận hành chủ yếu theo nguyên tắc của riêng mình. Graham và Buffett vẫn duy trì mối quan hệ gần gũi mãi tới khi Graham qua đời năm 1976.

Ngài Thị trường

Lời giải thích giá trị nhất của Graham về tính phi hiệu quả của thị trường ngắn hạn được đúc kết trong khái niệm của ông về "Ngài Thị trường". Ý tưởng như sau: thị trường chứng khoán có thể được coi như một ông bạn tính khí thất thường, mắc chứng hưng-trầm cảm[(11)], luôn sẵn sàng mua hay bán cho bạn một nửa cổ phần trong công ty của mình mỗi ngày. Hành vi của Ngài ấy có thể tự do, vô lý và rất khó dự đoán. Đôi lúc, Ngài ấy thấy phấn khích và đánh giá cao triển vọng của công ty mình. Khi đó, Ngài ấy sẽ chào bán cổ phần của mình cho bạn ở mức giá cao nhất. Lúc khác, Ngài ấy thấy chán nản và chẳng buồn nghĩ về chính mình hay công ty nữa. Thế là Ngài ấy chào bán cùng cổ phần đó cho bạn ở mức giá hời, thấp hơn nhiều. Đôi lúc, tâm trạng của Ngài ấy lại bình bình. Mặc dù bạn chẳng bao giờ chắc chắn mình tìm thấy Ngài ấy lúc ở tâm trạng nào, một điều

bạn có thể chắc là dù bạn có mua bán gì với Ngài ấy hôm nay, thì ngày mai, Ngài Thị trường cũng sẽ trở lại cùng các mức giá hoàn toàn mới.

Nhìn thị trường qua lăng kính từ câu chuyện ngụ ngôn của Graham sẽ bật mí tại sao giá thị trường tại bất kỳ ngày nào cũng sẽ không cho chúng ta hình dung về giá trị nội tại của chứng khoán. Chúng ta phải tìm ra con số đó một cách độc lập và chỉ hành động khi tâm trạng của Ngài Thị trường có lợi cho mình. Đó là điều mà Buffett đặc biệt nhấn mạnh trong các lá thư của mình khi giảng dạy, "việc luôn có một cái giá niêm yết trên thị trường không bao giờ được phép trở thành một gánh nặng mà theo đó những sai lầm định kỳ của nó sẽ định hình nhận định của mọi người." Nếu dựa vào giá thị trường để định giá một doanh nghiệp, bạn thường dễ bỏ lỡ cơ hội mua vào lúc Ngài Thị trường thấy chán nán và bán ra lúc Ngài ấy đang phấn khích. Bạn không thể để thị trường suy nghĩ thay cho bạn. Nhà đầu tư biết họ phải tự làm công việc của mình.

Sở hữu một cổ phiếu là sở hữu cả một doanh nghiệp

Tất nhiên, "công việc" ở đây là thẩm định giá trị doanh nghiệp. Trong khi giá trong ngắn hạn phụ thuộc vào tâm trạng của Ngài Thị trường, thì về dài hạn, giá cổ phiếu sẽ bám sát giá trị nội tại của doanh nghiệp. Hay như Graham nói: "Trong ngắn hạn, thị trường giống như một chiếc máy bầu cử, nhưng trong dài hạn, nó giống một chiếc cân hơn." Điều này là đúng bởi cổ phiếu, theo định nghĩa, là giấy xác nhận phần sở hữu tính trên toàn bộ công ty. Nếu chúng ta có thể định giá được doanh nghiệp đó, thì chúng ta cũng có thể định giá được cổ phiếu của họ.

Về mặt toán học, chắc chắn cổ phần của công ty, khi tổng hợp lại và trong suốt vòng đời hoạt động của nó, phải tạo ra mức lợi suất phù hợp tuyệt đối với kết quả kinh doanh của công ty đó. Đúng, một số cổ đông sẽ làm giỏi hơn nhiều người khác trong thời gian ở giữa tùy thuộc vào thời điểm mua và bán, nhưng tổng hợp lại và cuối cùng, kết quả của những nhà đầu tư giỏi hơn nhờ hiểu biết hay may mắn này sẽ khớp đến từng đồng với số lỗ mà những nhà đầu tư kém hơn do quá ngây thơ hay thiếu may mắn phải chịu. Do đó, những nhà đầu tư mà có thể dự đoán lợi nhuận trong dài hạn của một doanh nghiệp bằng

phân tích hợp lý sẽ có khả năng nhận được cùng mức lợi nhuận dài hạn đó bằng việc sở hữu cổ phần của công ty, với điều kiện họ cần cẩn trọng không trả giá quá cao.

Đó là lý do tại sao nhà đầu tư nên đầu tư trong dài hạn. Qua lời dạy của Buffett, chúng ta học được cách tập trung vào doanh nghiệp, chứ không phải vào việc chọn thời điểm đầu tư trong ngắn hạn sao cho những khoản đầu tư có vẻ như sẽ đền đáp xứng đáng. Như Buffett từng viết, "Diễn biến của thị trường chứng khoán sẽ quyết định, phần lớn, khi nào chúng ta sẽ đúng, nhưng tính chính xác trong phân tích công ty của chúng ta mới phần nhiều quyết định liệu chúng ta có đúng thật không. Nói cách khác, chúng ta có xu hướng tập trung vào điều gì sẽ xảy ra, chứ không phải khi nào nó xảy ra."

Ý tưởng này được thống nhất xuyên suốt các bức thư, vì vậy tôi sẽ nhấn mạnh một lần nữa ở đây: Cổ phiếu không chỉ là mấy tờ giấy được mua đi, bán lại, chúng là giấy xác nhận quyền sở hữu đối với một doanh nghiệp, và phần lớn cổ phiếu đều có thể phân tích và thẩm định được. Nếu giá thị trường của doanh nghiệp (cổ phiếu) thấp hơn giá trị nội tại trong bất kỳ khoảng thời gian dài nào, thì các tác nhân thị trường cuối cùng cũng sẽ hành động để điều chỉnh lại việc định giá thấp đó bởi về dài hạn, thị trường là hiệu quả.

"Khi nào" không phải là câu hỏi cần quan tâm bởi nó phụ thuộc vào "Ngài Thị trường" không mấy tin cậy. Vào thời điểm mua, thật khó để biết cái gì sẽ khiến Ngài ấy nhận ra giá trị mà bạn nhìn thấy rõ ràng ở đó. Tuy nhiên, các công ty thường mua lại các cổ phiếu của mình khi thấy chúng quá rẻ. Trong khi các công ty lớn hơn và các tổ chức góp vốn tư nhân[(12)] thì thường tìm cách thôn tính các công ty đang được định giá thấp. Khi nhận thức được tiềm năng của những điều này, những người tham gia thị trường thường săn lùng và mua lại các cổ phiếu giá rẻ, nhờ đó giúp loại bỏ việc định giá thấp. Buffett luôn dạy các nhà đầu tư phải tin rằng thị trường rồi sẽ tự điều chỉnh; ông hướng chúng ta tập trung vào việc tìm đúng doanh nghiệp có mức giá phù hợp, và bỏ qua hầu hết việc tính toán thời điểm mua hay thời điểm khoản đầu tư sinh lợi.

Phán đoán thị trường

Một bài học khác Buffett nhấn mạnh là tính khí thất thường của thị trường có thể mang tính ngẫu nhiên, khiến chúng (theo định nghĩa) thường không thể đoán trước. Chỉ đơn giản là quá khó để biết được điều gì sẽ xảy ra trong ngắn hạn, vì thế những quan điểm của ông về các biến số vĩ mô (như cổ phiếu, tỷ giá, ngoại tệ, hàng hóa hay GDP) chẳng tác động gì tới quyết định đầu tư của ông. Trong các bức thư, ông cũng phê phán những người đưa ra các quyết định mua bán cổ phiếu dựa vào các dự đoán trong ngắn hạn. Ông thích trích dẫn câu nói của Graham: "Đầu cơ không phải là phạm pháp, phi đạo đức nhưng cũng chẳng béo bở gì (về mặt tài chính)."

Tới tận bây giờ, Buffett vẫn luôn trung thành với ý tưởng này. Có quá nhiều biến số phải xem xét. Tuy nhiên, nhiều chuyên gia Phố Wall vẫn tiếp tục thực hiện các dự đoán kiểu này. Bạn chỉ cần bật ti-vi lên sẽ thấy những chuyên gia thị trường này, tất cả đều răm rắp nghe theo lời khuyên đáng báng bổ của Ngài Keynes "vĩ đại": "Nếu không thể dự đoán tốt, hãy dự đoán thường xuyên."

Là nhà đầu tư, chúng ta hiểu rằng câu trả lời đúng cho câu hỏi cổ phiếu, trái phiếu, lãi suất, hàng hóa, vv... sẽ như thế nào trong ngày tới, tháng tới, quý tới, năm tới hay thậm chí nhiều năm tới là "Tôi chịu". Thông qua những hiểu biết sâu sắc của Buffett, chúng ta sẽ học được cách để không trở thành nạn nhân của những ca từ quyến rũ trong các quan điểm "chuyên gia" này và làm loạn danh mục đầu tư của mình, nhảy hết từ dự đoán này sang dự đoán khác và rồi để cho chút lợi nhuận đó bị xâu xé bởi thuế, tiền hoa hồng môi giới và cơ hội ngẫu nhiên. Theo Buffett, các dự đoán thường nói bạn biết nhiều hơn về người dự đoán thay vì về tương lai.

Một cách tự nhiên, lời khuyên tiếp theo sẽ là: Hãy cho phép mình nâng niu lối tư duy "Tôi chịu". Nó sẽ giúp bạn tránh lãng phí thời gian và công sức quý báu của mình, đồng thời cho phép bạn tập trung vào việc suy nghĩ từ góc nhìn của người chủ sở hữu hay chủ sở hữu tương lai của toàn bộ doanh nghiệp mà bạn sẽ hiểu và thấy rất cuốn hút. Có ai định bán một trang trại chỉ vì nghĩ rằng chắc chắn ít nhất có 65% khả năng là Cục Dự trữ Liên bang (Fed) sẽ tăng lãi suất trong năm tới không?

Hơn nữa, hãy luôn hoài nghi bất kỳ ai cho rằng họ có thể nhìn rõ tương lai. Một lần nữa, chúng ta lại được nhắc nhở rằng bạn thực sự không thể để người khác tư duy thay bạn – bạn phải tự mình làm

điều này. Những cố vấn mà bạn trả tiền, dù có sẵn lòng hay không, sẽ thường chỉ dẫn bạn theo hướng có lợi cho chính họ. Bản chất con người là vậy. Thành công không tưởng của Buffett trong những năm tháng của Công ty Hợp danh và sau này đều xuất phát từ việc chẳng bao giờ giả bộ biết những thứ không thể biết hay chưa được biết. Lời dạy của ông khuyến khích các nhà đầu tư luôn giữ thái độ bất khả tri[13] tương tự và tự mình suy nghĩ.

Bước lùi có thể dự đoán

Thời điểm một đợt giảm giá lớn trên thị trường xảy ra cũng nằm trong danh sách những điều không thể biết trước. Đây cũng là một nguyên tắc định hướng chủ chốt khác mà Buffett đã đúc kết từ Graham và Ngài Thị trường. Lúc này hay lúc khác, Ngài Thị trường rồi cũng sẽ phải rơi vào khoảnh khắc tâm trạng khổ sở – mà chúng ta hầu như chẳng thể làm gì để tránh bị rơi vào những điểm lún này. Buffett nhắc nhở các nhà đầu tư rằng trong những thời điểm như vậy, ngay cả một danh mục đầu tư với những cổ phiếu siêu rẻ cũng sẽ đi xuống cùng với thị trường. Ông nhấn mạnh đây là phần không thể tránh khỏi khi sở hữu cổ phiếu và nếu việc giá trị danh mục cổ phiếu sẽ giảm tới 50% làm bạn đau khổ thì bạn cần phải giảm sự tiếp xúc của mình với thị trường.

Tin tốt là đợt giảm giá thị trường lớn thi thoảng xảy ra này không có mấy tác động tới các nhà đầu tư dài hạn. Chuẩn bị tinh thần để thờ ơ trước đợt suy thoái tiếp theo là một yếu tố quan trọng trong phương pháp Buffett đưa ra. Mặc dù chẳng ai biết được thị trường sẽ như thế nào trong những năm tới, nhưng chúng ta chắc chắn sẽ có ít nhất một vài đợt giảm giá từ 20% tới 30% trong một vài thập kỷ tới. Khi nào những điều này xảy ra cũng không quan trọng lắm. Điều quan trọng là nơi bạn bắt đầu và nơi bạn kết thúc – bạn có thể dao động giữa những năm tháng lên xuống nhưng kết quả cuối cùng bạn nhận được cũng vẫn thế thôi. Vì xu hướng chung là đi lên, nên miễn là đợt giảm giá nghiêm trọng 25-40% không khiến bạn phải bán tháo cổ phiếu của mình ở mức giá thấp, thì bạn sẽ hưởng lợi tương đối lớn từ cổ phiếu trong dài hạn. Bạn cứ để thị trường lên xuống thoải mái đi, bởi điều đó là không thể tránh khỏi.

Thật không may, những ai chưa có lối tư duy này thường trở

thành nạn nhân cho các cảm xúc của chính mình và sợ hãi bán hết đi ngay khi thị trường vừa đi xuống. Theo một nghiên cứu do Fidelity tiến hành, những nhà đầu tư tốt nhất là những người, theo nghĩa đen, quên hẳn các danh mục đầu tư của mình. Trong khi phần lớn các nhà đầu tư ồ ạt bán đi khi thị trường đáng lo hay thậm chí ảm đạm, thì những ai bỏ qua việc bán tháo[(14)] trên thị trường (hay còn quên hẳn việc họ đang đầu tư) lại có thành tích tốt hơn hẳn. Đây là một ví dụ tuyệt vời: Để trở thành một nhà đầu tư thành công, bạn cần phải tách biệt phản ứng cảm xúc đối với việc thị trường lao dốc khỏi khả năng nhận thức rằng bạn là một nhà thẩm định giá trị doanh nghiệp dài hạn có lý trí. Bạn không bao giờ được để việc niêm yết giá biến từ một tài sản thành một gánh nặng.

Graham đã mô tả điều này trong cuốn *Nhà đầu tư thông minh*:

Nhà đầu tư thực sự hầu như không bị buộc phải bán cổ phần của mình, mà anh ta luôn được quyền tự do bỏ qua mức giá đang được niêm yết ở thời điểm hiện tại. Anh ta cần chú ý tới nó, hành động theo nó chỉ khi nó phù hợp với các tiêu chuẩn của anh ta, và không hơn. Vì vậy, nhà đầu tư nào để bản thân mình lung lay hay lo lắng quá mức trước những mức giảm giá vô lý của thị trường sẽ chỉ biến lợi thế cơ bản của mình thành bất lợi cơ bản mà thôi. Sẽ tốt hơn nhiều nếu cổ phiếu của anh ta hoàn toàn không được niêm yết giá trên thị trường, bởi anh ta có thể thoát khỏi những nỗi đau tinh thần do các sai lầm trong phán xét của người khác gây ra.

Thư gửi thành viên góp vốn: Đầu cơ, phán đoán thị trường và bước lùi

NGÀY 18 THÁNG 1 NĂM 1965

. . . triết lý đầu tư của tôi được xây dựng trên lý thuyết là lời tiên tri tiết lộ nhiều về nhược điểm của nhà tiên tri hơn là về tương lai.

NGÀY 12 THÁNG 7 NĂM 1966

Việc của tôi không phải là dự đoán về thị trường cổ phiếu hay biến động kinh doanh. Nếu mọi người nghĩ tôi có thể làm điều này, hay nghĩ nó quan trọng với chương trình đầu tư, thì đừng nên tham gia thỏa thuận góp vốn làm gì.

Tất nhiên, quy tắc này có thể bị chỉ trích là mờ nhạt, phức tạp, tối nghĩa, mơ hồ, v.v. Nhưng tôi nghĩ đại đa số các thành viên góp vốn của chúng ta đều hiểu rõ điều này. Chúng ta không mua và bán cổ phiếu dựa trên việc người khác nghĩ thị trường sẽ ra sao (tôi chưa từng biết) mà dựa vào việc chúng ta nghĩ công ty sẽ ra sao. Diễn biến thị trường chứng khoán sẽ quyết định, phần lớn, khi nào chúng ta sẽ đúng, nhưng tính chính xác trong phân tích công ty của chúng ta mới phần nhiều quyết định liệu chúng ta có đúng thật không. Nói cách khác, chúng ta có xu hướng tập trung vào điều gì sẽ xảy ra, chứ không phải khi nào nó xảy ra.

Trong hoạt động kinh doanh cửa hàng bách hóa của chúng ta, tôi có thể đảm bảo khá chắc chắn rằng tháng Mười hai sẽ tốt hơn tháng Bảy. (Hãy nhớ tôi đã thông thạo thị trường bán lẻ như thế nào.) Điều thực sự quan trọng là liệu tháng Mười hai này có tốt hơn tháng Mười hai năm trước với một tỷ lệ cao hơn đối thủ của chúng ta hay không và chúng ta sẽ làm những gì để chuẩn bị cho các tháng Mười hai của những năm tiếp theo. Tuy nhiên, trong thỏa thuận góp vốn của chúng ta, tôi không chỉ không thể nói liệu tháng Mười hai có tốt hơn tháng Bảy hay không, mà còn thậm chí không thể nói tháng Mười hai sẽ không thua lỗ nhiều. Đôi lúc nó sẽ như vậy. Các khoản đầu tư của chúng ta đâu biết rằng trái đất phải mất 365 ngày để hoàn thành một vòng quay quanh mặt trời. Tệ hơn nữa, chúng còn chẳng biết rằng định hướng thiên văn của mọi người yêu cầu tôi phải báo cáo cho mọi người ngay khi kết thúc mỗi vòng quỹ đạo (của trái đất - không phải của chúng ta). Vì vậy, chúng ta cần sử dụng tiêu chuẩn thay vì lịch biểu để đo lường sự tiến bộ của chúng ta. Và rõ ràng, tiêu chuẩn này là tình hình chung về cổ phiếu được đo lường bằng chỉ số Dow[(15)]. Chúng ta có một cảm giác mạnh mẽ là đối thủ này sẽ làm khá tốt trong nhiều năm (Giáng sinh sẽ tới dù mới chỉ đang là tháng Bảy) và nếu muốn hạ gục đối thủ này, chúng ta phải làm gì đó xuất sắc hơn "khá tốt". Giống như nhà bán lẻ sẽ thường so sánh lợi nhuận bán hàng và biên lợi nhuận[(16)] của mình với Sears - năm nào cũng đánh

bại họ và lúc đó mọi người sẽ thấy vầng dương.

Tôi "hồi sinh" mục "phán đoán thị trường" này chỉ vì sau khi chỉ số Dow giảm từ lúc đỉnh điểm 995 điểm vào tháng Hai xuống còn khoảng 865 điểm vào tháng Năm, tôi đã nhận được vài cuộc gọi từ nhiều thành viên góp vốn nói rằng họ nghĩ cổ phiếu sẽ còn xuống nữa. Điều này luôn khiến tâm trí tôi đặt ra hai câu hỏi: (1) nếu vào tháng Hai, họ biết rằng chỉ số Dow sẽ giảm xuống còn 865 điểm vào tháng Năm, sao lúc đó họ lại không cho tôi biết; và, (2) nếu họ không biết điều gì sẽ xảy ra trong ba tháng kế tiếp từ tháng Hai, làm thế nào họ lại biết vào tháng Năm? Sau mỗi đợt giảm cả trăm điểm, luôn có một vài giọng nói bảo rằng chúng ta nên bán và đợi cho tới lúc tương lai rõ ràng hơn. Để tôi nhắc lại hai điểm này: (1) tương lai chẳng khi nào rõ ràng với tôi cả (gọi cho tôi khi vài tháng tới rõ ràng với mọi người - hay vài giờ tới thôi cũng được); và, (2) dường như chẳng có ai từng gọi cho tôi sau khi thị trường lên cả trăm điểm để nhắc tôi rằng mọi thứ thật không rõ ràng, mặc dù khi nhìn lại, tầm nhìn vào tháng Hai thật không rõ ràng cho lắm.

Nếu chúng ta bắt đầu quyết định việc có hay không tham gia vào doanh nghiệp mà chúng ta nên theo đuổi lâu dài dựa trên các dự đoán hay cảm xúc, chúng ta sẽ gặp rắc rối. Chúng ta sẽ không bán phần vốn của mình trong doanh nghiệp (cổ phiếu) khi chúng đang có giá rất hấp dẫn chỉ bởi một số nhà chiêm tinh nghĩ rằng giá có thể xuống thấp hơn, mặc dù đôi lúc các dự đoán như vậy rõ rằng là đúng. Tương tự như vậy, chúng ta sẽ không mua các cổ phiếu đã được định giá đúng bởi "các chuyên gia" nghĩ giá sẽ còn cao hơn nữa. Có ai nghĩ sẽ bán hay mua một một doanh nghiệp tư nhân dựa vào phán đoán của ai đó về thị trường chứng khoán không? Việc luôn có một cái giá niêm yết cho phần vốn của bạn trong doanh nghiệp (cổ phiếu) lúc nào cũng nên được coi là một tài sản để sử dụng nếu muốn. Nếu nó trở nên đủ điên rồ, dù là theo bất kỳ hướng nào, thì bạn nên tận dụng điều đó. Việc luôn có một cái giá niêm yết trên thị trường không bao giờ được phép trở thành một gánh nặng mà theo đó những sai lầm định kỳ của nó sẽ định hình nhận định của mọi người. Một bản diễn giải tuyệt vời của ý tưởng này sẽ có trong chương Hai" (Nhà đầu tư và biến động thị trường chứng khoán) cuốn *Nhà đầu tư thông minh* của Benjamin Graham. Theo tôi, chương này có tầm quan trọng đối với đầu tư hơn bất kỳ thứ gì khác từng được viết ra.

NGÀY 24 THÁNG 1 NĂM 1968

Thầy của tôi, Ben Graham, từng nói thế này, “Đầu cơ có thể không phải là phạm pháp, phi đạo đức nhưng cũng chẳng béo bở gì (về mặt tài chính).” Trong năm vừa qua, người ta có thể trở nên béo tốt (về mặt tài chính) bằng việc ăn đều đặn những chiếc kẹo đầu cơ ngọt ngào. Chúng ta tiếp tục ăn bột yến mạch, nhưng nếu chẳng may việc khó tiêu xảy ra, đừng mơ tưởng chúng ta sẽ không thấy khó chịu.

NGÀY 24 THÁNG 1 NĂM 1962

Tôi nghĩ mọi người có thể khá chắc chắn rằng trong mười năm tới, sẽ có vài năm thị trường chung tăng từ 20% tới 25%, vài năm thị trường giảm cùng mức đó còn lại phần lớn sẽ ở khoảng giữa. Tôi chẳng biết khi nào chúng sẽ xảy ra, và tôi nghĩ nó cũng chẳng có gì quan trọng với nhà đầu tư dài hạn.

NGÀY 18 THÁNG 1 NĂM 1965

Nếu việc cổ phiếu mọi người nắm giữ giảm 20 hoặc 30% sẽ gây ra những khốn khó về tình cảm hay tài chính, thì đơn giản là mọi người nên tránh đầu tư vào cổ phiếu phổ thông[(17)] đi. Nói văn hoa theo lời của cựu Tổng thống Harry Truman thì “Nếu không chịu được cái nóng, đừng bén mảng tới nhà bếp nữa.” Tất nhiên, sẽ tốt hơn nếu bạn xem xét vấn đề trước khi bước vào “nhà bếp.”

Tóm lược

Qua bình luận của Buffett và chuyện ngụ ngôn về Ngài Thị trưởng của Ben Graham, chúng ta có thể lĩnh hội các nguyên tắc này và tích hợp chúng vào tư duy nền tảng của chúng ta về cách thị trường hoạt động và cách chúng ta nên hành xử trong đó. Khi nghĩ bản thân là nhà đầu tư, chúng ta nên hiểu rằng các biến động ngắn hạn trong giá cổ phiếu thường được điều khiển bởi các biến

động của tâm lý thị trường, nhưng qua nhiều năm, kết quả đầu tư sẽ được quyết định bởi các kết quả kinh doanh nội tại của doanh nghiệp chúng ta sở hữu và mức giá chúng ta bỏ ra. Các đợt suy thoái thị trường là không thể tránh khỏi, và do chúng ta không thể dự đoán thời điểm chúng xuất hiện, hãy cứ coi đó là phí gia nhập khi quyết định trở thành nhà đầu tư.

Các đợt suy thoái này sẽ không khiến chúng ta phiền muộn bởi chúng ta đều hiểu rằng việc luôn có một cái giá niêm yết trên thị trường là một lợi thế để tận dụng, cho phép chúng ta trở thành người mua vào tại thời điểm người khác đang sợ hãi. Nó giúp chúng ta chuẩn bị sẵn tâm lý dũng cảm chịu đựng những thời khắc suy thoái của thị trường để không bán tháo cổ phiếu của mình ở mức giá thấp.

Ngay cả những nhà đầu tư mà đang phải chắt bóp dành dụm và kiên định theo đuổi việc đầu tư chênh lệch trong thị trường rộng lớn này chứ không bị cám dỗ vào việc lựa chọn cổ phiếu hay định giá doanh nghiệp cũng sẽ làm tốt hơn mức trung bình rất nhiều nếu họ sở hữu sức chịu đựng cảm xúc ngoan cường để tuân theo các nguyên tắc này. Trong thực tế, các nhà đầu tư có thể bám theo các ý tưởng cốt lõi này trong suốt thời gian đầu tư của mình sẽ có một thời gian khó khăn *không* được sung túc cho lắm, phần nhiều bởi sức mạnh của lãi kép, đây sẽ là chủ đề của chương tiếp theo.

CHƯƠNG 2
LÃI KÉP

“Những cấp số nhân huyền ảo đó thể hiện giá trị của việc sống lâu hay việc áp dụng lãi kép với khoản tiền của mọi người ở mức lãi suất kha khá. Tôi chẳng có gì đặc biệt để nói về việc sống lâu.”

– NGÀY 18 THÁNG 1 NĂM 1963

Người ta nói Einstein gọi lãi kép là kỳ quan thứ tám của thế giới và nói rằng “những ai hiểu nó, sẽ *kiếm được* nó, còn những ai không, thì phải *trả* nó.” Bằng việc sử dụng những câu chuyện hài hước qua các bức thư, Buffett dạy các nhà đầu tư rằng sức mạnh của lãi kép là vô địch trong việc làm giàu bằng đầu tư. Việc áp dụng lãi kép xuyên suốt một chương trình đầu tư lâu dài sẽ luôn là chiến lược tốt nhất của bạn.

Về bản chất, một chương trình đầu tư đầu tiên và trước hết là một chương trình lãi kép. Nó là một quá trình liên tục tái đầu tư các khoản lợi nhuận sao cho mỗi khoản bổ sung sẽ tự sinh lời. Các khoản lời trên lợi nhuận này theo thời gian sẽ trở thành thành phần chiếm ưu thế ngày càng lớn trong tổng mức lợi nhuận của chương trình đầu tư. Hai yếu tố quyết định tới kết quả đầu tư cuối cùng là (1) lợi suất trung bình năm và (2) thời gian.

Sức mạnh của lãi kép bắt nguồn từ chính bản chất biến đổi của nó; thời gian càng lâu thì sức mạnh của nó càng lớn. Tuy nhiên, nó cần một khoảng thời gian đáng kể để đủ lớn và trở thành tác nhân chi phối rõ ràng trong chương trình đầu tư, nhưng rất nhiều người đánh giá thấp tầm quan trọng của nó. Nếu bạn sớm bám vào những ý tưởng này và cho nó thời gian để phát triển, bạn sẽ không cần thêm nhiều thứ khác để trở thành nhà đầu tư thành công. Thật không may, nhiều người vì quá thiển cận hay thiếu kiên nhẫn mà không thể tận dụng triệt để những gì chúng mang lại.

Chẳng hạn, một khoản đầu tư 100.000 đô la có mức sinh lợi 10% mỗi năm. Tổng lợi nhuận sẽ cao hơn khoảng 7% nếu các khoản lợi nhuận được tái đầu tư thay vì rút ngay sau thời gian 5 năm. Không ấn tượng lắm nhỉ. Tuy nhiên, sau 10 năm, khoản tiền mà có lợi nhuận được tái đầu tư (tạm gọi là Khoản dùng lãi kép) sẽ sinh lợi nhiều hơn 30% so với khoản tiền không được tái đầu tư. Khi đó, các kết quả "phấn khích" này sẽ tiếp tục tăng lên tới năm thứ 15. Bây giờ, Khoản dùng lãi kép đã lớn hơn gần 70% rồi. Lãi kép tăng theo hàm số mũ, nó sẽ hình thành đà tăng lên theo thời gian; sau 20 năm, lợi nhuận đã lên tới 125%. Chẳng có gì mạnh mẽ hơn nữa. Chi tiêu ngay khoản lợi nhuận của bạn sẽ khiến tổng lợi nhuận của bạn giảm nhiều; với tư cách là nhà đầu tư, chúng ta cho phép lợi nhuận của chúng ta tích lũy lên nhau và trở thành tác nhân chi phối tạo ra của cải của mình. Chúng ta làm việc đó một cách kiên nhẫn.

Tầm quan trọng của lãi kép thật khó để cường điệu. Nó giải thích tại sao Charlie Munger, người bạn của Buffett trong những năm tháng ở Công ty Hợp danh và hiện là phó chủ tịch của Công ty Berkshire, từng nói rằng Buffett coi việc cắt tóc mất 10 đô la giống như một khoản tiêu tốn thực sự tới 300.000 đô la. Hóa ra là ông ta có hơi bảo thủ một chút; nếu Buffett không chi 10 đô la để cắt tóc vào năm 1956, thay vào đó đầu tư vào Công ty Hợp danh, thì bây giờ khoản đó đã lên tới hơn 1 triệu đô la rồi (10 đô la được áp dụng lãi kép ở mức lãi suất 22% trong 58 năm). Nhìn vào lãi kép qua lăng kính của Buffett, không khó để hiểu tại sao ông ấy lại sống thanh đạm tới vậy. Việc cắt tóc của ông ấy thực sự quá đắt đỏ!

Tới giữa độ tuổi đôi mươi, Buffett đã tin rằng sức mạnh của lãi kép sẽ giúp ông giàu có. Trở về Omaha với khoảng 100.000 đô la trước khi bắt đầu các thỏa thuận góp vốn, ông tự coi mình về cơ bản là đã nghỉ hưu. Ông thấy rằng mình cần đọc nhiều hơn và có lẽ nên tham gia một số lớp học đại học. Ông tin vào sức mạnh của lãi kép tới mức ông bắt đầu lo lắng về những tác động tiêu cực có thể xảy đến khi gia đình ông trở nên giàu có; ông không muốn những đứa con hư hỏng và muốn một chiến lược để nuôi dạy chúng tốt. Có thể mối bận tậm về việc tránh để con mình hư hỏng là điều dễ hiểu, nhưng hãy nhớ rằng lúc đó Buffett mới chỉ tuổi đôi mươi và vẫn còn ngồi trên giường ngủ để tính toán mấy khoản đầu tư khiêm tốn của mình.

Điều trên dẫn tới một lời khuyên theo lẽ tự nhiên như thế này: Nếu bạn có thể chi tiêu ít hơn thu nhập của mình trong khi đạt được

lợi nhuận tốt hơn mức trung bình dù chỉ một chút thôi thì bạn cũng sẽ khá ổn về mặt tài chính. Tuy nhiên, phải thật kiên nhẫn. Bạn không thể thúc ép lãi kép được; bạn phải để nó "ngấm" dần qua thời gian. Hãy nghĩ tới trường hợp của Ronand Read, một nhân viên bơm xăng ở Vermout. Anh ấy đã kiếm được một khoản lợi nhuận ròng lên tới 8 triệu đô la bằng cách kiên trì đầu tư từng khoản nhỏ trong tiền lương của mình vào các cổ phiếu uy tín có trả cổ tức trong suốt cuộc đời mình.

Buffett vẫn ở căn nhà cũ trong hàng thập kỷ. Lối sống và đầu tư của ông rất thiết thực và đầy ý nghĩa. Sự kiên nhẫn và tính thanh đạm cho phép ông duy trì một khoản vốn đầu tư tối đa và hưởng lãi kép. Khoản này, cùng với lợi suất cao mà ông có thể tạo ra, đã cho phép ông đóng góp toàn bộ cổ phiếu tại Công ty Berkshire của mình cho Quỹ Gates, món quà từ thiện lớn nhất trong lịch sử thế giới. Không chỉ vậy, tôi nghĩ ông còn là một trong những người hạnh phúc nhất thế giới vì đã thực hiện được chính xác điều ông mong muốn từng giây phút trong cuộc đời của mình.

Niềm vui của lãi kép

Khi nói chuyện với các thành viên góp vốn về sức mạnh của lãi kép, Buffett đã dẫn chứng bảng dưới đây để minh họa lợi nhuận thu được từ việc áp dụng lãi kép cho 100.000 đô la trong từ 10 đến 30 năm với mức lợi suất trong khoảng 4% - 16%.

	4%	**8%**	**12%**	**16%**
10 năm	$48.024	$115.892	$210.584	$341.143
20 năm	$119.111	$336.094	$864.627	$1.846.060
30 năm	$224.337	$906.260	$2.895.970	$8.484.940

Hãy xem qua để hiểu các con số này. Nhìn lướt từ con số trên cùng bên trái xuống tới con số dưới cùng bên phải. Chú ý rằng mức lợi nhuận khổng lồ này tỷ lệ thuận với thời gian đầu tư và mức lợi suất. Nếu có thể kết hợp hai yếu tố này, kết quả sẽ làm bạn choáng đấy: 100.000 đô la được áp dụng lãi kép ở mức lợi suất 16% sẽ thành hơn 8,5 triệu đô la sau 30 năm!

Buffett đã liên hệ ba câu chuyện hài hước trong các bức thư của mình – về Columbus[(18)], *Bức tranh Nàng Mona Lisa* và những người bản địa ở Manhattan – được ghi lại nguyên văn ở cuối chương, để nhấn mạnh các điểm này cho chúng ta: (1) Lãi kép cũng nhạy cảm với các thay đổi về thời gian cũng như về lợi suất, và (2) những thay đổi dường như không đáng kể trong lợi suất thực sự sẽ dồn lại thành một con số lớn khi nhìn qua lăng kính của một chương trình đầu tư dài hạn.

Câu chuyện về Christopher Columbus nhấn mạnh quan điểm của ông rằng, khi nói đến lãi kép, thời gian chắc chắn đứng về phía bạn. Như bạn sẽ thấy, nếu Nữ hoàng Isabella không bỏ 30.000 đô la để tài trợ cho chuyến hành trình của Columbus mà đem đầu tư vào bất cứ thứ gì có áp dụng lãi kép dù chỉ 4% mỗi năm thì đến năm 1963, khoản đó cũng sẽ thành 2 nghìn tỷ đô la (bây giờ là 7,3 nghìn tỷ đô la). Như Buffett vẫn đùa, “Nếu không tính sự thỏa mãn về mặt tinh thần có được khi tìm ra một bán cầu mới thì dù cho có được quyền sở hữu đất đai, toàn bộ giao dịch này cũng chẳng bằng giá trị của tập đoàn IBM.” Với lợi thế thời gian đầu tư dài, ngay cả các khoản vốn ban đầu khiêm tốn được đầu tư ở mức lợi suất khiêm tốn cũng sẽ tích lũy lại thành các khoản đáng kinh ngạc.

Hãy nhìn lại bảng lãi kép một chút, lần này thì chú ý tới cột lợi suất 8%. Mười năm của lãi kép sản sinh ra 115.892 đô la tiền lời. Nếu thời gian tăng gấp đôi, thì tiền lời tăng gấp ba lần. Nếu thời gian tính lãi kép tăng gấp ba (từ 10 năm lên 30 năm), thì tiền lời tăng gần gấp chín lần.

Trong câu chuyện thứ hai, Buffett kể về câu chuyện Vua Francis I của nước Pháp, người đã trả 20.000 đô la cho *Bức tranh Nàng Mona Lisa*. Ở đây, Buffett minh họa việc mức lợi suất cao và thời gian dài tạo ra một điều vô lý như thế nào nếu ngoại suy quá xa. Nếu bằng cách nào đó khoản tiền 20.000 đô la đó được áp dụng lãi kép ở mức 6% mỗi năm, thì tính đến năm 1964 nó sẽ có giá 1 triệu tỷ đô la, gấp gần 3.000 lần tổng nợ quốc gia tại thời điểm đó. Buffett chắc hẳn đã nói thẳng với người vợ của ông, một người yêu nghệ thuật và là chủ sỡ hữu phòng tranh trong một khoảng thời gian, khi ông nói rằng, “Tôi tin rằng điều này sẽ chấm dứt mọi tranh luận trong gia đình chúng tôi về việc mua tranh để đầu tư.”
Chẳng có gì nghi ngờ rằng thời gian đầu tư dài và tốc độ tăng trưởng cao kết hợp lại sẽ tạo ra các tưởng tượng vô lý nếu cho phép đi quá

xa. Đó là lý do tại sao Buffett luôn cố gắng ngăn các thành viên góp vốn không ngoại suy kết quả đầu tư của ông quá xa trong tương lai. Ví dụ, vào năm 1963, ông nói thế này:

Vài người trong các anh có thể hơi thất vọng vì tôi không điền vào bảng trên mức lợi suất là 22,3%...Tất nhiên, mức lợi suất đó chưa tính các khoản thuế thu nhập mà chính các anh trả - chứ không phải Công ty Hợp danh này. Tuy nhiên ngay cả loại bỏ yếu tố đó đi, thì việc tính toán như vậy sẽ chỉ chứng minh điều vô lý của ý tưởng áp dụng lãi kép ở mức lợi suất quá cao mà thôi – ngay cả với khoản vốn ban đầu khiêm tốn….

Một ví dụ hiện đại hơn cho bạn: dưới sự quản lý của Buffett, Công ty Berkshire có thể áp dụng lãi kép trên giá trị cổ phiếu của mình lên tới 21,6% mỗi năm trong suốt 50 năm qua. Cổ phiếu, từ mức giá giao dịch khoảng 18 đô la vào năm 1965, đã có giá đáng kinh ngạc tới 218.000 đô la/cổ phiếu tại thời điểm viết bài này (năm 2015). Tổng giá trị thị trường của công ty hiện tại là 359 triệu đô la. Nếu cổ phiếu của Berkshire có thể áp dụng lãi kép hàng năm ở cùng mức lợi suất đó, giá trị mỗi cổ phiếu sẽ là 3,8 tỷ đô la tính đến năm 2065 và tổng giá trị thị trường của công ty sẽ là hơn 6 triệu tỷ, lớn hơn nhiều tổng giá trị của toàn bộ công ty đại chúng trên hành tinh này hợp lại.

Như bạn thấy đấy, tốc độ tăng trưởng cao liên tục là không thể đạt được. Chương trình đầu tư càng lớn thì càng khó để phát triển. Đây chính là luật số lớn[19] và Buffett, từ thời điểm viết những Bức thư gửi thành viên góp vốn tới tận bây giờ, vẫn luôn thẳng thắn trong vấn đề này. Chỉ đơn giản là hôm nay Berkshire đã quá lớn để phát triển nhanh hơn nền kinh tế nói chung.

Những rủi ro các nhà đầu tư hiện nay gặp phải

Dù thị trường cổ phiếu sẽ mang lại cho bạn kết quả gì trong suốt thời gian đầu tư của mình thì câu chuyện cuối cùng trong bộ ba chuyện về lãi kép của ông thực sự nhấn mạnh việc làm sao những mức giảm không đáng kể – thay đổi nhỏ trong mức lãi suất

kép – lại tạo ra kết quả khác xa tới vậy trong thời gian dài. Trong một câu chuyện vui, Buffett đùa rằng 24 đô la trả cho người bản địa để đổi lại đảo Manhattan trị giá khoảng 12,5 tỷ đô la vào năm 1965, vậy mức lãi suất kép là 6,12%. Nhưng ông cũng nêu quan điểm này:

Với những người mới, đây có vẻ là một vụ làm ăn lời. Tuy nhiên, những người bản địa chỉ cần đạt được lợi suất 6,5% (Đại diện quỹ tương hỗ[(20)] bộ lạc chắc sẽ hứa với họ điều này) để khiến Peter Minuit[(21)] ngừng cười trong hạnh phúc. Ở mức lợi suất 6,5%, 24 đô la sẽ trở thành 42.105.772.800 đô la (42 tỷ đô la) trong 338 năm, và nếu họ có thể ép giá thêm một nửa phần trăm nữa và đạt mức lợi suất 7%, thì giá trị hiện tại đã thành 205 tỷ đô la rồi.

Câu chuyện này nhắc chúng ta một điều quan trọng: Phí, thuế và các khoản giảm giá khác có thể dồn lại để gây ra tác động rất lớn. 1-2% mỗi năm trong những khoản chi phí đó có thể không đáng kể khi để tách riêng cho từng năm (và bạn có thể chắc chắn rằng đó là cách bán các sản phẩm tài chính), nhưng sức mạnh của lãi kép sẽ biến thứ gì có vẻ không đáng kể thành thứ gì đó thực tế rất khổng lồ. Câu chuyện của Buffett về những người bản địa ở Manhattan đã làm sáng tỏ điều này – mỗi điểm phần trăm trong mức lãi suất kép đều thực sự quan trọng!

Phí và thuế (chưa kể đến hiệu quả thấp) đang ngấu nghiến thành quả đầu tư dài hạn của hầu hết người Mỹ. Trong thực tế, lợi suất trung bình thực sự của mỗi nhà đầu tư tại Mỹ trong vòng 20 năm tính tới năm 2011 chỉ gần 2%. Nếu tính theo giá trị đồng đô la thực tế (trừ đi lạm phát), thì sức mua đã mất rồi! Và thật tai tiếng khi chỉ số thị trường vẫn đưa ra mức lợi suất là 7,8%. Buffett và nhiều người khác đã rung hồi chuông cảnh báo này hàng thập kỷ, nhưng mọi chuyện vẫn cứ tiếp diễn.

Các nhà đầu tư cần phải nhìn xa trông rộng và coi cổ phiếu là quyền sở hữu một phần doanh nghiệp. Họ không nên để mình bị lung lay trước những biến động thị trường và tránh các phí, thuế tới mức tối đa có thể. Họ khai thác bản chất biến động của lãi kép trong dài hạn, ở mức lợi suất cao nhất trong khoảng thời gian dài nhất có thể – đó là công cụ chính của bạn khi là một nhà đầu tư.

Thư gửi thành viên góp vốn: Niềm vui của Lãi kép

NGÀY 18 THÁNG 01 NĂM 1963

Columbus

Từ vài nguồn tin không đáng tin cậy, tôi được biết rằng chi phí của chuyến đi mà Nữ hoàng Isabella tài trợ cho Columbus là khoảng 30.000 đô la. Ít nhất, đây cũng được coi là việc sử dụng tương đối thành công khoản đầu tư mạo hiểm[(22)]. Nếu không tính sự thỏa mãn về mặt tinh thần có được khi tìm ra một bán cầu mới thì dù cho có được quyền sở hữu đất đai, toàn bộ giao dịch này cũng chẳng bằng giá trị của tập đoàn IBM. Hình dung chung chung thế này, 30.000 đô la được đầu tư ở mức lãi kép 4% mỗi năm sẽ có giá khoảng 2.000.000.000.000 đô la (đó là 2 nghìn tỷ đô la, nếu bạn không giỏi đếm) tính đến năm 1962. Các nhà biện giải lịch sử cho những người bản địa ở Manhanttan có thể tìm thấy chỗ trú trong những tính toán tương tự. Những cấp số nhân huyền ảo đó thể hiện giá trị của việc sống lâu hay việc áp dụng lãi kép với khoản tiền của mọi người ở mức lãi suất kha khá. Tôi chẳng có gì đặc biệt để nói về việc sống lâu.

... Việc nhìn vào cách mỗi khác biệt tương đối nhỏ trong các mức lợi suất dồn lại thành các khoản rất lớn qua nhiều năm luôn làm tôi ngạc nhiên. Đó là lý do tại sao, mặc dù chúng ta luôn muốn nhiều hơn, chúng ta luôn cảm thấy rằng chỉ vài điểm Cao hơn chỉ số Dow Jones cũng đã là một kỳ tích rồi. Nó có nghĩa là có thêm rất nhiều tiền qua một hay hai thập kỷ nữa.

NGÀY 18 THÁNG 1 NĂM 1964

Bức tranh Nàng Mona Lisa

Giờ tới phần "phấn khích" trong bài tiểu luận của chúng ta. Năm ngoái, để nhấn mạnh về lãi kép, tôi đã nhắm bừa vào Nữ hoàng Isabella và cố vấn tài chính của bà. Mọi người sẽ nhớ rằng họ đã bị

phỗng tay trên trong một vụ lãi kép quá thấp khi tìm ra ra cả một bán cầu mới.

Vì toàn bộ chủ đề lãi kép này có vẻ hơi trần trui, nên tôi sẽ cố gắng thêm chút sang chảnh vào trong cuộc thảo luận này bằng cách chuyển sang thế giới nghệ thuật. Vua Francis I của nước Pháp đã trả 4.000 ECU vào năm 1540 cho *Bức tranh Nàng Mona Lisa* của Leonardo da Vinci. Có thể vài người không hay theo dõi biến động của đồng ECU, 4.000 ECU đổi ra được khoảng 20.000 đô la.

Nếu Vua Francis khôn ngoan hơn và ông (cùng người tín thác của mình) có thể tìm được một khoản đầu tư có lợi suất sau thuế là 6%, thì tài sản bây giờ đã đáng giá hơn 1.000.000.000.000.000 đô la. Đó là 1 triệu tỷ đô la hay gấp hơn 3.000 lần tổng nợ quốc gia hiện tại, chỉ với mức lợi suất 6% thôi đấy. Tôi tin rằng điều này sẽ chấm dứt mọi tranh luận trong gia đình chúng tôi về việc mua tranh để đầu tư.

Tuy nhiên, như tôi đã chỉ ra ở năm trước, có vài bài học khác được rút ra từ đây. Một là lợi thế của việc sống lâu. Một yếu tố ấn tượng khác là biến động do các thay đổi tương đối nhỏ trong lãi suất kép tạo ra.

Bảng dưới đây thể hiện các mức lãi từ khoản 100.000 đô la được tính lãi kép ở các lãi suất khác nhau:

	4%	**8%**	**12%**	**16%**
10 năm	$48.024	$115.892	$210.584	$341.143
20 năm	$119.111	$336.094	$864.627	$1.846.060
30 năm	$224.337	$906.260	$2.895.970	$8.484.940

Rõ ràng, chỉ cần thay đổi vài điểm phần trăm cũng có tác động to lớn tới sự thành công của chương trình (đầu tư) lãi kép. Cũng rõ ràng không kém là tác động này phát triển nhanh hơn khi thời gian càng dài. Nếu trong một khoảng thời gian đáng kể, Công ty Hợp danh của Buffett có thể đạt được lợi suất cao hơn chỉ vài điểm phần trăm so với tình trạng đầu tư chung, thì chức năng của nó sẽ được hoàn thiện.

NGÀY 18 THÁNG 1 NĂM 1965

Những người bản địa ở Manhattan

Độc giả của những bức thư thường niên đầu tiên của chúng ta đã bất bình vì chỉ có duy nhất một đoạn mô tả kinh nghiệm đầu tư hiện đại. Thay vào đó, họ muốn có sự kích thích trí tuệ, thứ mà chỉ có thể được cung cấp bằng một bản nghiên cứu sâu về chiến lược đầu tư trải qua hàng thế kỷ. Vậy, hãy đọc phần này.

Hai chuyến du ngoạn mới đây của chúng ta vào thần thoại về kiến thức tài chính đã cho thấy rằng các khoản đầu tư được cho là khôn ngoan của Nữ hoàng Isabella (tài trợ chuyến đi của Columbus) và Francis I (mua*Bức tranh Nàng Mona Lisa*) gần như là những hành động điên rồ về mặt tài chính. Những người biện hộ cho các bên này đã trình bày một loạt các thông tin cảm tính vớ vẩn. Bất chấp tất cả, bảng lãi kép của chúng ta chẳng bị sứt mẻ gì.

Tuy nhiên, có một lời chỉ trích cũng có chút hợp lý. Người ta buộc tội rằng phần này mang màu sắc ảm đạm với chỉ toàn những kẻ kém hiểu biết tài chính mà lịch sử khắc ghi. Chúng ta gặp thách thức phải ghi chép lên những trang giấy này câu chuyện về sự sáng suốt tài chính mà sẽ là chuẩn mực lỗi lạc qua nhiều thời đại.

Có một câu chuyện khác biệt. Tất nhiên, đó là câu chuyện về sự nhạy bén trong kinh doanh được khắc ghi vào lịch sử bởi những người bản địa ở Manhattan khi họ bán hòn đảo của mình cho một kẻ ăn chơi trác táng khét tiếng như Peter Minuit vào năm 1626. Theo tôi biết thì họ chỉ nhận được 24 đô la. Đổi lại, Minuit nhận được hơn 57km(2). Mặc dù khó có thể định giá chính xác nhưng có thể ước tính hợp lý giá đất hiện tại của hòn đảo này là 12.433.766.400 đô la (12,5 triệu đô la). Với những người mới, đây có vẻ là một vụ làm ăn lời. Tuy nhiên, những người bản địa chỉ cần đạt được lợi suất 6,5% (Đại diện quỹ tương hỗ[(23)] bộ lạc chắc sẽ hứa với họ điều này) để khiến Peter Minuit ngừng cười trong hạnh phúc. Ở mức lợi suất 6,5%, 24 đô la sẽ trở thành 42.105.772.800 đô la (42 tỷ đô la) trong 338 năm, và nếu họ có thể ép giá thêm một nửa phần trăm nữa và đạt mức lợi suất 7%, thì giá trị hiện tại đã thành 205 tỷ đô la rồi.

Vậy là quá đủ.

Vài người có thể xem xét chính sách đầu tư của mình trong ngắn hạn hơn. Để tiện cho mọi người, chúng ta sẽ xem xét chiếc bảng quen thuộc xác định lãi từ việc tính lãi kép cho 100.000 ở các mức lợi suất khác nhau:

	4%	**8%**	**12%**	**16%**
10 năm	$48.024	$115.892	$210.584	$341.143
20 năm	$119.111	$336.094	$864.627	$1.846.060
30 năm	$224.337	$906.260	$2.895.970	$8.484.940

Bảng trên đã thể hiện các lợi thế tài chính của các yếu tố sau:

1. Sống lâu

2. Lãi suất kép cao

3. Kết hợp của cả hai yếu tố trên (phương án tác giả đặc biệt kiến nghị).

Cần quan sát các lợi ích to lớn do những mức tăng tương đối nhỏ trong lợi suất hàng năm tạo ra. Điều này giải thích thái độ của chúng ta: mặc dù chúng ta hy vọng đạt được mức lợi nhuận to lớn, cao hơn đáng kể so với lợi nhuận đầu tư trung bình, nhưng từng điểm phần trăm trong lợi suất cao hơn mức trung bình đều thực sự có ý nghĩa.

Tóm lược

Như mọi người, Buffett thực sự hiểu sức mạnh của lãi kép. Theo lối kể hài hước và dân dã, các câu chuyện của ông đưa ra những ví dụ vô giá về chi phí và lợi ích thu được từ những thay đổi không đáng kể trong mức lãi suất trung bình hay vòng đời của chương trình lãi kép. Bên cạnh những bài học của Graham – rằng cổ phiếu là doanh nghiệp còn thị trường chỉ là người hầu, chứ không phải ông chủ – giờ chúng ta lại có một câu thần chú nữa: "Các quyết định đầu tư phải dựa vào việc áp dụng lãi kép ở mức khả thi nhất lên lợi nhuận ròng sau thuế tại mức rủi ro tối thiểu." Bất kỳ ai đều có khả năng tư duy và đầu tư theo cách này và khi làm vậy, họ sẽ đạt được lợi thế cạnh tranh đáng

kể so với các nhà đầu tư khác hành động theo tâm lý phải thắng nhanh.

Từ đó, có một câu hỏi lớn được đặt ra, chúng ta sẽ tìm hiểu trong phần sau, là: Với cùng mức yêu thích và khả năng, bạn nên cố gắng chọn cổ phiếu và làm theo hướng dẫn của Buffett, hay bạn chỉ cần dùng chiến thuật bình quân chi phí đô la[24] để thu lợi bằng việc tăng cổ phần của bạn trong các doanh nghiệp Mỹ qua quỹ chỉ số[25] chi phí thấp trong suốt thời gian đầu tư? Chẳng làm gì khác ngoài việc đầu tư theo chỉ số là một phương án rất hấp dẫn – không cần nhiều thời gian hay công sức, lợi nhuận, khi được áp dụng lãi kép qua nhiều năm, có thể tương đối cao. Với hầu hết mọi người, đây là phương án tốt nhất.

CHƯƠNG 3

ĐẦU TƯ THEO CHỈ SỐ: LÝ DO ĐỂ "KHÔNG LÀM GÌ"

"Khi là một đối thủ đầu tư thì chỉ số Dow không dễ xơi và phần lớn các quỹ đầu tư trong nước đều sẽ gặp khó khăn trong việc vượt qua, hay thậm chí là ngang bằng, hiệu quả của nó."

– NGÀY 24 THÁNG 1 NĂM 1962

Buffett từng nói với các thành viên góp vốn rằng ông hy vọng thị trường sẽ tăng trưởng ở mức 5-7% mỗi năm, về trung bình và trong thời gian dài (20-30 năm). Điều này có nghĩa ông rất hy vọng thị trường sẽ tăng trưởng gấp đôi trong mỗi khoảng 10 năm. Đó là sức mạnh của doanh nghiệp Mỹ và lãi kép. Ngày nay, nhà đầu tư có thể khai thác sức mạnh này bằng cách đơn giản là sở hữu toàn bộ thị trường qua quỹ chỉ số chi phí thấp. Đây là một trong những chiến lược tốt nhất. Đó là phương pháp "không làm gì." Ngoài việc rất hiệu quả thì lợi ích chủ yếu của nó là chi phí thấp và bạn có thể dễ dàng tự mình thực hiện. Chắc chắn, bạn không cần trả ai đó khoản phí lớn chỉ để nói với bạn rằng hãy mua thị trường, ngồi thư giãn và trông cậy vào sức mạnh của lãi kép.

John Bogle đã thành lập Quỹ Chỉ số Vanguard 500[(26)] vào năm 1975 và tạo ra chứng khoán đầu tiên sở hữu một phần của tất cả các công ty trong chỉ số S&P 500. Tuy nhiên, đầu tư theo chỉ số vẫn chưa xuất hiện trong thời gian Công ty Hợp danh Trách nhiệm Hữu hạn Buffett (BPL) hoạt động. Nếu các thành viên góp vốn không đầu tư cùng Buffett, thì khả năng lớn là họ sẽ đầu tư vào một quỹ ủy thác hay tương hỗ nào đó. Vì lý do này, mỗi lá thư cuối năm của Buffett đều bao gồm một bảng so sánh thành tích của BPL, thành tích chung của thị trường và kết quả kinh doanh của một vài công ty đầu tư hàng đầu. Dưới đây là lý do ông đưa ra cho các thành viên góp vốn.

Tôi sơ lược kết quả kinh doanh của các công ty đầu tư không

phải vì chúng ta hoạt động theo cách có thể so sánh với họ hay bởi các khoản đầu tư của chúng ta tương tự họ. Tôi làm vậy là bởi các quỹ này đại diện cho các đơn vị quản lý đầu tư chuyên nghiệp được trả hậu hĩnh trên thị trường đại chúng, thực hiện quản lý số chứng khoản có giá trị lên tới 20 triệu đô la. Tôi tin họ là điển hình cho các đơn vị quản lý quỹ có giá trị thậm trí còn lớn hơn. Vì đó là một phương án khác thay cho việc đầu tư vào thỏa thuận góp vốn này, tôi tin việc giả định rằng nhiều thành viên góp vốn cũng có khoản đầu tư được quản lý theo cách tương tự là hợp lý.

Buffett cẩn thận chỉ ra rằng mức trung bình của thị trường rộng có khả năng là các đối thủ khó chơi hơn và phần lớn các quỹ đầu tư được quản lý chủ động sẽ có xu hướng hoạt động kém hơn chỉ số Dow.

Tiêu chuẩn cao hơn đối với các quỹ tương hỗ ngày nay

Khi chưa có phương án thay thế nào, chẳng có gì ngạc nhiên khi Buffett lại xin lỗi về thành tích kém cỏi này tại thời điểm đó:

Thành tích chung của các môi trường đầu tư như vậy nhất thiết phải gắn với thành tích của các doanh nghiệp Mỹ. Thành tích của họ, ngoại trừ trường hợp bất thường, không đến từ những kết quả hoạt động vượt trội hay khả năng chống lại việc giảm giá tốt hơn. Thay vào đó, tôi cảm thấy họ kiếm tiền nuôi mình bằng tính dễ xử lý, sự tự do khi ra quyết định, sự đa dạng hóa tự động mà họ cung cấp, thêm nữa, có lẽ quan trọng nhất, là sự tách biệt khỏi cám dỗ về việc áp dụng các kỹ thuật rõ ràng thấp kém – thứ "quyến rũ" rất nhiều nhà đầu tư tương lai.

Sự thật đơn giản là John Bogle, thông qua sự ra đời của quỹ chỉ số chi phí thấp, đã nâng cao tiêu chuẩn đáng kể cho các quỹ tương hỗ và toàn bộ các sản phẩm đầu tư khác mà trước giờ tồn tại chỉ để cung cấp cho nhà đầu tư "tính dễ xử lý" và "sự đa dạng hóa rộng lớn." Các quỹ chỉ số còn làm điều đó tốt hơn nhiều. Ngày nay, tất cả các nhà đầu tư tích cực, cả chuyên nghiệp và cá nhân, phải làm tốt hơn để biện minh cho hành động của mình. Nhưng phần lớn lại không. Nhiều quỹ, đặc biệt các quỹ đầu tư vào hàng trăm cổ phiếu cùng lúc

(Buffett gọi họ là phong cách đầu tư Tàu Noah[(27)] – “nồi lẩu thập cẩm”), có vẻ đang bám vào một mô hình kinh doanh mà nguy cơ biến mất là gần như không thể tránh khỏi. Vanguard và các sản phẩm quỹ chỉ số khác tương tự đã dần lấy đi thị phần khỏi tay của các nhà quản lý chủ động từ khi chúng xuất hiện vào 40 năm trước.

Vậy quỹ tương hỗ thất thế ra sao trước sự xuất hiện của đối thủ mới này? Đó là câu hỏi ngày càng rõ ràng trong những năm gần đây khi mà phần lớn các quỹ tương hỗ không thể làm tốt hơn đối thủ chi phí thấp của mình. Ai lại muốn trả phí cao hơn để thu lợi ít hơn chứ?

Tất nhiên, bất kỳ nhà đầu tư chuyên nghiệp nào làm tốt hơn trong khoảng thời gian dài sẽ làm tăng thêm giá trị đáng kể và luôn được săn đón, dù họ có là quỹ tương hỗ, thỏa thuận góp vốn, quỹ phòng hộ[(28)], hay sở hữu bao nhiêu cổ phiếu đi nữa. Ngay cả các thành tích tốt hơn chút ít cũng tạo ra lợi thế tài chính to lớn khi được tính lãi kép theo thời gian. Tuy nhiên, phần lớn những người tự đầu tư hay thông qua các quỹ tương hỗ được quản lý chủ động đều đạt thành tích kém hơn thị trường. Cơ hội hưởng lợi nhiều hơn bằng cách đầu tư chủ động thay vì thụ động đi liền với một nguy cơ đáng kể là kết quả thực tế sẽ còn tệ hơn.

Di chúc và chúc thư cuối cùng của Buffett thể hiện quan điểm của ông về vấn đề này khá rõ, điều mà ông đã nói sơ qua trong bức thư cuối năm 2013 của mình.

. . . Cả nhà đầu tư cá nhân và tổ chức đều liên tục bị buộc phải chủ động bởi những người hưởng lợi từ việc tư vấn hay thực hiện giao dịch. Các chi phí “bôi trơn” liên quan có thể rất lớn và, đối với các nhà đầu tư nói chung, sẽ làm giảm lợi nhuận. Vậy hãy bỏ qua các cuộc nói chuyện, duy trì chi phí của các anh ở mức tối thiểu, và nếu có thể hãy đầu tư vào cổ phiếu như đầu tư vào một trang trại.

Tiền của tôi, tôi cần nói thêm, được xử lý đúng như lời tôi nói: Điều tôi muốn khuyên ở đây giống với những hướng dẫn tôi đã viết trong di chúc của mình. Khoản thừa kế sẽ đảm bảo tiền mặt được chuyển tới một người tín thác để vợ tôi hưởng lợi. (Tôi phải sử dụng tiền mặt cho từng khoản thừa kế, bởi toàn bộ cổ phần trong Berkshire của tôi sẽ được chuyển cho một số tổ chức từ thiện nhất định trong 10 năm sau khi chốt các tài sản của tôi.) Lời khuyên của

tôi cho người tín thác không thể đơn giản hơn nữa: Hãy đầu tư 10% tiền mặt vào trái phiếu chính phủ ngắn hạn và 90% vào quỹ chỉ số chi phí rất thấp S&P 500. (Quỹ Vanguard là tốt nhất.) Tôi tin rằng với chính sách này, lợi nhuận dài hạn của khoản tín thác sẽ cao hơn lợi nhuận mà phần lớn các nhà đầu tư đạt được – dù họ có là quỹ hưu trí[(29)], nhà đầu tư tổ chức hay cá nhân – những người thuê các người quản lý có mức phí cao.

Buffett luôn dạy các nhà đầu tư rằng bạn không thể thu lợi nhiều hơn từ thị trường so với khoản bạn đầu tư vào. Nếu bạn không quan tâm, không thể hay không sẵn sàng dành thời gian và công sức cho khoản đầu tư của mình, bạn nên đầu tư vào quỹ chỉ số. Lý do duy nhất để chọn một chương trình đầu tư chủ động là niềm tin rằng bạn, hay nhà quản lý đầu tư mà bạn chọn, sẽ làm tốt hơn chiến lược "không làm gì" kia.

Hầu hết các quỹ không thể tự mình "vỗ cánh"

Kể cả khi chưa có các quỹ chỉ số vào những năm 1960, Buffett cũng đã hiểu ý tưởng này bằng trực giác. Ông coi chỉ số Dow là đối thủ chính của mình và làm tốt hơn nó là mục tiêu chính. Ông coi các kết quả tuyệt đối, phần trăm lãi hay lỗ mà quỹ đạt được trong một năm, phần lớn chỉ là may mắn ngẫu nhiên mà thôi. Đối với nhà đầu tư, kỹ năng được đo lường qua các kết quả tương đối – lợi nhuận của một người cao hơn (hay kém hơn) bao nhiêu so với thị trường. Đây là nguyên văn của ông:

Theo một cách nào đó, các kết quả của các công ty [đầu tư] này tương tự hoạt động của một chú vịt ngồi trên một cái ao. Khi nước (thị trường) lên, chú vịt cũng lên cao; khi nước rút, chú vịt phải xuống thấp...Tôi nghĩ chú vịt chỉ nên được khen ngợi (hay bị đổ lỗi) cho hành động của chính mình. Nước hồ dâng lên và hạ xuống gần như đâu phải thứ để chú ta khoác lác được. Mực nước này rất quan trọng đối với kết quả của BPL... tuy nhiên, chúng ta cũng thỉnh thoảng phải tự mình vỗ cánh.

Khi thuật ngữ *quỹ chỉ số* vẫn còn cả thập kỷ nữa mới ra đời, thì

thuật ngữ *tài chính hành vi*[(30)] còn mất lâu hơn nữa mới được bổ sung vào vốn từ vựng. Đáng chú ý là Buffett đã dự đoán cả hai xu hướng đầu tư liên quan này: vai trò của chỉ số cổ phiếu khi làm thước đo chính và các yếu tố tâm lý đóng vai trò trong việc gây ra tính kém hiệu quả của các nhà quản lý đầu tư chủ động.

Tai sao các nhà quản lý đầu tư thông minh, có đội ngũ nhân sự tốt, quan hệ tốt và đầy kinh nghiệm mãi không thể đánh bại một chỉ số chẳng ai quản lý vậy? Viết vào năm 1965, Buffett đã thể hiện quan điểm riêng của mình:

Cây hỏi này rất quan trọng, và bạn sẽ mong chờ nó trở thành đề tài nghiên cứu của các nhà quản lý đầu tư và các nhà đầu tư lớn… Thật lạ kỳ là thực tế chẳng có tài liệu nào của Phố Wall nói về vấn đề này, và việc thảo luận về nó gần như vắng mặt trong các cuộc họp, hội nghị, hội thảo, vv. của các nhà phân tích chứng khoản. Tôi nghĩ rằng công việc đầu tiên của bất kỳ tổ chức quản lý đầu tư nào là phân tích kỹ thuật và kết quả của riêng mình trước khi phán xét về năng lực quản lý và kết quả của các doanh nghiệp lớn ở Mỹ.

Trong phần lớn các trường hợp, việc kết quả không vượt qua hay thậm chỉ ngang bằng một chỉ số không được quản lý không phản ánh việc thiếu năng lực trí tuệ hay tính toàn vẹn. Tôi nghĩ rằng phần nhiều là do: (1) các quyết định theo nhóm – ý kiến có vẻ hơi hằn học của tôi là việc quản lý đầu tư hiện tại gần như không thể tới từ một nhóm, dù ở quy mô nào đi nữa, mà tất cả các bên đều tham gia vào việc ra quyết định; (2) mong muốn tuân thủ các chính sách và (tới một mức độ nào đó) các danh mục đầu tư của những tổ chức được coi là lớn khác; (3) một cơ cấu tổ chức mà ở đó trung bình là "an toàn" và các phần thưởng cho hành động độc lập không tương xứng với rủi ro gắn liền với hành động đó; (4) việc tuân thủ các hoạt động đa dạng hóa bất hợp lý nhất định; và cuối cùng cũng rất quan trọng, (5) quán tính.

Học thuyết kinh tế cổ điển giả định các cá nhân luôn hành động có lý trí. Nhưng "Thuyết triển vọng[(31)]," ý tưởng bắt nguồn từ các tài liệu cơ sở của Daniel Kahneman and Amos Tversky, đã thể hiện mức độ bất hợp lý của các quyết định kinh tế dưới góc nhìn cổ điển (Kahneman được trao giải Nobel vào năm 2002). Nó đã mở ra kinh tế học hành vi và một cách tư duy mới khi được xuất bản vào năm 1979,

nhưng hãy nhớ rằng đây đã là gần 15 năm sau khi bài phê bình của Buffett ra đời.

Lời khuyên cho các nhà đầu tư rất rõ ràng và dễ hiểu: Hãy nghiêm túc coi quỹ chỉ số chi phí thấp, thụ động là lựa chọn đầu tư tốt nhất của bạn. Mặc dù lợi nhuận từ việc áp dụng lãi kép ở mức lợi suất trên mức lợi suất thị trường đã quá rõ ràng, thì phần lớn các nhà đầu tư lại không thể làm vậy. Chọn lựa cổ phiếu không hề dễ dàng. Các nhà đầu tư mà quyết định theo chân Buffett bước xuống con đường đầu tư chủ động không thể nói rằng Giáo sư Buffett đã không cảnh báo trước họ nên chọn một con đường khác.

Thư gửi thành viên góp vốn: Tình huống đối với Đầu tư thụ động

CHÚ Ý: Bạn có thể tìm thấy Bảng kết quả được Buffett đặt trong mỗi lá thư cuối năm và được nhắc tới trong các trích đoạn dưới đây tại Phụ lục A.

NGÀY 24 THÁNG 1 NĂM 1962

Mọi người có thể cảm thấy rằng tôi đã đặt một thước đo quá ngắn và có lẽ việc vượt qua chỉ số chưa được quản lý của 30 cổ phiếu phổ thông hàng đầu là khá đơn giản. Trên thực tế, chỉ số này đã được chứng minh là một đối thủ khá khó chơi.

NGÀY 6 THÁNG 7 NĂM 1962

Trong phạm vi các quỹ được đầu tư vào cổ phiếu phổ thông, dù đầu tư thông qua các công ty đầu tư, nhà tư vấn đầu tư, bộ phận tín thác ngân hàng, hay tự mình đầu tư, thì chúng ta tin rằng đại đa số sẽ đạt kết quả gần tương đương với chỉ số Dow. Chúng ta nghĩ rằng độ lệch so với chỉ số Dow phần nhiều là kém hơn chứ không phải vượt trội

hơn.

NGÀY 24 THÁNG 1 NĂM 1962

Thành tích của tôi trong việc đầu tư những khoản tiền khổng lồ này, với các hạn chế về mức độ hoạt động mà tôi có thể đặt vào các công ty chúng ta đầu tư, sẽ không tốt hơn, nếu có tốt. Tôi trình bày các dữ liệu này để chỉ ra rằng khi là một đối thủ đầu tư thì chỉ số Dow không dễ xơi và phần lớn các quỹ đầu tư trong nước sẽ gặp khó khăn trong việc vượt qua, hay thậm chí là ngang bằng, hiệu quả của nó.

NGÀY 18 THÁNG 1 NĂM 1964

Trong phạm vi cơ cấu tổ chức và liên quan tới việc xử lý hàng tỷ đô la, các kết quả này là thứ duy nhất có thể đạt được. Rất khó để hành động khác biệt trong phạm vi cơ cấu này. Vì vậy, thành tích chung của các môi trường đầu tư như vậy nhất thiết phải gắn với thành tích của các doanh nghiệp Mỹ. Thành tích của họ, ngoại trừ trường hợp bất thường, không đến từ những kết quả hoạt động vượt trội hay khả năng chống lại việc giảm giá tốt hơn. Thay vào đó, tôi cảm thấy họ kiếm tiền nuôi mình bằng tính dễ xử lý, sự tự do khi ra quyết định, sự đa dạng hóa tự động mà họ cung cấp, thêm nữa, có lẽ quan trọng nhất, là sự tách biệt khỏi cám dỗ về việc áp dụng các kỹ thuật rõ ràng thấp kém – thứ "quyến rũ" rất nhiều nhà đầu tư tương lai.

NGÀY 18 THÁNG 1 NĂM 1965

Sự xuất hiện nhiều lần của các bảng số liệu này khiến các thành viên góp vốn đặt câu hỏi: "Thế quái nào điều này lại có thể xảy ra với những nhà quản lý cực kỳ thông minh có (1) các nhân viên năng động, sáng dạ, (2) nguồn lực gần như vô tận, (3) quan hệ kinh doanh quá rộng lớn, và (4) kinh nghiệm đầu tư được tổng hợp từ hàng thế kỷ?" (Tiêu chuẩn sau cùng có thể làm chúng ta nhớ đến mấy gã đi xin việc và nói mình có 20 năm kinh nghiệm – câu này được người chủ cũ sửa lại thành "kinh nghiệm một năm – 20 lần.")

Cây hỏi này rất quan trọng, và bạn sẽ mong chờ nó trở thành đề tài nghiên cứu của các nhà quản lý đầu tư và các nhà đầu tư lớn…Thật lạ kỳ là thực tế chẳng có tài liệu nào của Phố Wall nói về vấn đề này, và việc thảo luận về nó gần như vắn mặt trong các cuộc họp, hội nghị, hội thảo, vv của các nhà phân tích chứng khoản. Tôi nghĩ rằng công việc đầu tiên của bất kỳ tổ chức quản lý đầu tư nào là phân tích kỹ thuật và kết quả của riêng mình trước khi phán xét về năng lực quản lý và kết quả của các doanh nghiệp lớn ở Mỹ.

Trong phần lớn các trường hợp, việc kết quả không vượt qua hay thậm chỉ ngang bằng một chỉ số không được quản lý không phải ánh việc thiếu năng lực trí tuệ hay tính toàn vẹn. Tôi nghĩ rằng phần nhiều là do: (1) các quyết định theo nhóm – ý kiến có vẻ hơi hằn học của tôi là việc quản lý đầu tư hiện tại gần như không thể tới từ một nhóm, dù ở quy mô nào đi nữa, mà tất cả các bên đều tham gia vào việc ra quyết định; (2) mong muốn tuân thủ các chính sách và (tới một mức độ nào đó) các danh mục đầu tư của những tổ chức được coi là lớn khác; (3) một cơ cấu tổ chức mà ở đó trung bình là "an toàn" và các phần thưởng cho hành động độc lập không tương xứng với rủi ro gắn liền với hành động đó; (4) việc tuân thủ các hoạt động đa dạng hóa bất hợp lý nhất định; và cuối cùng cũng rất quan trọng, (5) quán tính.

Có lẽ các ý kiến trên là không công bằng. Có lẽ ngay cả các so sánh thống kê của chúng ta cũng không công bằng. Danh mục đầu tư và phương thức hoạt động của chúng ta khác xa các công ty đầu tư trong bảng số liệu này. Tuy nhiên, tôi tin rằng các thành viên góp vốn của chúng ta và các cổ đông của họ đều cảm thấy rằng các đơn vị quản lý của mình đều hướng tới cùng một mục tiêu – lợi suất trung bình dài hạn tối đa trên nguồn vốn có thể có được với mức rủi ro thua lỗ dài hạn ở mức tối thiểu phù hợp với một chương trình đầu tư liên tục vào cổ phiếu. Bởi chúng ta đều có các mục tiêu chung, và phần lớn các thành viên góp vốn, như một phương án thay thế việc đầu tư vào Công ty BPL, sẽ có thể để quỹ của mình được đầu tư trong môi trường tạo ra mức lợi nhuận tương đương với các công ty đầu tư này, tôi cảm thấy rằng thành tích hoạt động của họ là có ý nghĩa trong việc đánh giá kết quả của chính chúng ta.

Chẳng có nghi ngờ gì là các công ty đầu tư, nhà tư vấn đầu tư, các phòng tín thác, vv. cung cấp một dịch vụ quan trọng cho các nhà đầu tư. Dịch vụ này xoay quanh việc đạt được sự đa dạng hóa đầy đủ, duy trì được triển vọng dài hạn, dễ dàng xử lý các quyết định đầu tư và cơ

chế, và quan trọng nhất, tránh xa các kỹ thuật đầu tư rõ ràng thấp kém mà dường như “quyến rũ” rất nhiều người. Đặc biệt, đa số các tổ chức không hứa hẹn khoản lợi nhuận đầu tư vượt trội mặc dù có vẻ không phải là bất hợp lý khi đại chúng suy luận ra điều này từ những quảng cáo nhấn mạnh vào tính quản lý chuyên nghiệp của họ.

Một điều tôi cam kết với mọi người khi làm thành viên góp vốn là – hiện tại tôi cho rằng việc so sánh kết quả mà tôi mới nhắc tới là có ý nghĩa, và những năm tháng sau này tôi sẽ vẫn vậy, dù có câu chuyện gì mở ra đi chăng nữa. Vì lẽ đó, tôi yêu cầu mọi người, nếu không thấy tiêu chuẩn đó là phù hợp, hãy phản đối ngay và đề xuất các tiêu chuẩn khác để có thể áp dụng trong tương lai chứ không phải trong quá khứ.

Thêm một ý nữa – trong bảng số liệu của mình, tôi không nhắc tới nhà tư vấn đầu tư phổ biến nhất trên thế giới – Công ty quản lý Bell. Những người thường xuyên theo dõi cân nặng, điểm chơi golf, và hóa đơn xăng có vẻ thường lảng tránh việc đánh giá định lượng kỹ năng quản lý đầu tư của họ, dù công việc này liên quan tới khách hàng quan trọng nhất trên thế giới – bản thân họ. Trong khi việc đánh giá các thành tích quản lý của Quỹ Massachusetts Investors Trust hay tập đoàn Lehman có vẻ được quan tâm nhiều, thì việc khách quan đánh giá thành tích của mấy gã thực sự quản lý tiền bạc của mọi người mới đáng đồng tiền bát gạo hơn – thậm chí dù họ chính là bản thân mọi người.

NGÀY 9 THÁNG 7 NĂM 1965

Tất nhiên, nét đẹp của bối cảnh kinh tế Mỹ là các kết quả ngẫu nhiên lại là những kết quả tốt dù thật đáng bị nguyền rủa. Mực nước đang dâng lên. Chúng ta nghĩ rằng qua một thời gian dài, có thể nó sẽ tiếp tục tăng, mặc dù không thể tránh khỏi những điểm gián đoạn lớn. Tuy nhiên, chính sách của chúng ta là hãy cố gắng bơi giỏi hơn, dù là xuôi theo hay ngược chiều dòng chảy. Nếu kết quả của chúng ta giảm tới mức mà các anh có thể đạt được bằng cách tự mình trôi theo dòng chảy thì chúng ta sẽ gói ghém quần áo.

Tóm lược

Sự ra đời của quỹ chỉ số chi phí thấp đã thay đổi ngành công nghiệp quỹ tương hỗ bấy lâu nay. Vai trò chủ đạo của chúng trong việc cung cấp "tính dễ xử lý" và giúp lựa chọn cổ phiếu thay cho các cá nhân đầu tư đã được thay thế bởi một sản phẩm vượt trội mà chi phí lại thấp hơn. Đầu tư theo chỉ số, hay đầu tư thụ động, đang ngày càng phổ biến hơn và ở mức tăng liên tục từ khi sản phẩm này được giới thiệu vào cuối những năm 1970. Ngay cả Buffett, khi để lại tài sản cho vợ mình trong di chúc, cũng chọn quỹ chỉ số thay vì một quỹ đầu tư được quản lý chủ động. Chỉ riêng điều này thôi cũng đã khiến mọi nhà đầu tư phải tạm ngừng rồi.

Các khoản phí, thuế và tâm lý đều đang chống lại các nhà quản lý đầu tư chủ động, và lợi nhuận bạn sẽ có được khi là nhà đầu tư theo chỉ số có thể không cao lắm, nhưng bù lại bạn hầu như chẳng cần suy nghĩ hay nỗ lực. Bạn có thể dễ dàng thiết kế một chương trình đầu tư sử dụng các quỹ chỉ số chi phí thấp trong chưa tới một giờ đồng hồ, rồi "thiết lập và quên nó" trong hàng thập kỷ.

Như đã nói ở trên, lợi ích tài chính thu được từ việc làm tốt hơn trong thời gian dài cũng không kém phần hấp dẫn nếu bạn có thể tìm được cách làm điều đó. Song rõ ràng, không phải ai cũng có thể đạt được lợi nhuận trên mức trung bình. Chấp nhận rủi ro, nếu bạn quyết định rằng con đường đầu tư chủ động là lối đi cho mình, bạn sẽ cần một hệ thống khách quan để kiểm tra kết quả của bạn, dù chúng có là của bạn hay là kết quả của một nhà quản lý chuyên nghiệp đi chăng nữa.

Đến tận bây giờ, các bài học của Buffett qua những bức thư vẫn luôn xoay quanh sáu ý tưởng chủ chốt đối với tất cả các nhà đầu tư: Hãy nghĩ cổ phiếu (1) là quyền sở hữu một phần doanh nghiệp, (2) có thể biến động bất thường trong ngắn hạn nhưng (3) hành xử phù hợp hơn với mức tăng của chúng trong giá trị nội tại của doanh nghiệp về dài hạn, mà khi (4) được nhìn qua lăng kính của một chương trình lãi kép dài hạn (5) sẽ tạo ra mức lợi nhuận tương đối tốt, và với (6) sản phẩm quỹ chỉ số, có thể thu được mức lợi nhuận này rất hiệu quả theo một cách dễ thực hiện mà tốn ít chi phí. Từ đây, chúng ta sẽ trở lại với Buffett với tư cách một nhà đầu tư chủ động, bắt đầu với những ý tưởng của ông về các mục tiêu ông đặt ra để vươn tới và cách

ông sẽ đo lường chúng.

CHƯƠNG 4

ĐO LƯỜNG: CHIẾN LƯỢC "KHÔNG LÀM GÌ" SO VỚI CHIẾN LƯỢC "CÓ LÀM GÌ"

"Nếu kết quả của chúng ta giảm tới mức mà các anh có thể đạt được bằng cách tự mình trôi theo dòng chảy, thì chúng ta sẽ gói ghém quần áo."

– NGÀY 9 THÁNG 7 NĂM 1965

Việc đo lường thích hợp kết quả của đầu tư chủ động quan trọng với Buffett tới mức ông dành hẳn hai trong tám Nguyên tắc cơ bản ban đầu để nói về nó. Theo Buffett, việc đo lường không hiệu quả là một tội lỗi đầu tư nguy hiểm. Ông đặt ra hai nguyên tắc cơ bản để (a) thiết lập cách đo lường, dựa trên một phép thử tương đối so với thị trường, và sau đó (b) thiết lập thời gian đo lường, đặt ra khoảng thời gian tối thiểu mà một hoạt động đầu tư có thể được đánh giá.

Điều rất quan trọng khi tôi lựa chọn thành viên góp vốn, cũng như xây dựng các mối quan hệ với họ sau đó, là xác định xem chúng tôi có sử dụng cùng thước đo không.

Nếu kết quả đầu tư của tôi kém cỏi, tôi hy vọng các thành viên góp vốn sẽ rút lui, và quả thật, tôi nên tìm một nguồn vốn đầu tư mới cho các quỹ của riêng mình. Nếu kết quả tốt, tôi an tâm là mình đã làm rất tốt, một trạng thái mà tôi chắc mình có thể điều chỉnh.

Như chúng ta đã hiểu ở phần trước, sức mạnh của lãi kép có nghĩa là mỗi phần làm tốt hơn dù rất nhỏ cũng có thể tạo ra khoản gia tăng khổng lồ trong lợi nhuận cuối cùng của bạn theo thời gian. Tuy

nhiên, nếu chiến thuật đầu tư của bạn hoạt động kém hơn thị trường chung trong khoảng 3-5 năm, thì tốt hơn nên dừng lại và nghiêm túc nghĩ tới việc "thừa nhận thất bại" (theo cách nói của Buffett) và mua một quỹ chỉ số. Khi là một nhà đầu tư, cách duy nhất để biết bạn làm có tốt không là phát triển và áp dụng một phép thử được tạo thành theo đúng cách. Buffett đưa chúng ta công cụ để thực hiện được điều đó:

1. Nguyên tắc cơ bản #4: "Kết quả hoạt động tốt hay kém của chúng ta sẽ không đo lường qua mức tăng trưởng dương hay âm trong năm. Thay vào đó, nó sẽ được đánh giá dựa trên tình hình chung trên thị trường chứng khoán với thước đo là chỉ số Trung bình Công nghiệp Dow-Jones, các công ty đầu tư hàng đầu, v.v. Nếu kết quả của chúng ta tốt hơn so với những thước đo này, chúng ta sẽ coi đó là một năm hiệu quả, dù con số là âm hay dương. Nếu kết quả kém hơn, chúng ta xứng đáng bị ăn trứng thối."

2. Nguyên tắc cơ bản #5: "Mặc dù tôi thích thử nghiệm 5 năm hơn, nhưng tôi cho rằng ba năm là khoảng thời gian tối thiểu hoàn hảo để đánh giá hiệu quả hoạt động. Chắc chắn chúng ta sẽ gặp những năm hiệu quả hoạt động của công ty kém hơn, thậm chí kém hơn hẳn, so với chỉ số Dow. Nếu kết quả hoạt động trong thời gian ba năm hoặc dài hơn là yếu kém, tất cả chúng ta có lẽ đều nên tính đến chuyện bỏ tiền vào chỗ khác – ngoại trừ trường hợp ba năm đó diễn ra một vụ bùng nổ đầu cơ trong thị trường giá lên."

Hai biện pháp đơn giản này vẫn rất hiệu quả đối với các nhà đầu tư hiện nay. Phép thử đầu tiên đo lường kết quả *tương đối* mỗi năm so với thành tích của thị trường – đơn giản là chúng ta không quan tâm lợi nhuận của mình tăng hay giảm trong năm đó. Thay vào đó, chúng ta tập trung vào xem liệu năm đó tốt hơn hay tệ hơn trung bình thị trường. Bởi xu hướng chung là lên, nếu bạn có thể giữ thành tích của mình thấp hơn một chút lúc thị trường đi xuống và cao hơn một chút lúc thị trường đi lên, thì thành tích của bạn là quá xuất sắc rồi. Đơn giản là các nhà đầu tư muốn đánh bại mức trung bình tương đối đó dần dần và càng nhiều càng tốt, cứ để các năm lãi lỗ thoải mái theo giá trị tuyệt đối.

Phép thử thứ hai Buffett đưa cho các nhà đầu tư xác định rằng thành tích tương đối cần được đo lường trong khoảng thời gian ít

nhất ba năm và phép thử 5 năm thậm chí còn tốt hơn. Một lần nữa, những ai mà mãi không thể làm tốt hơn trong khoảng thời gian 3-5 năm vì bất kỳ lý do nào cần nghĩ tới việc tìm nơi nào khác để đầu tư. Xét cho cùng, sao cứ phải chật vật để có một kết quả tệ hại hơn chứ?

Buffett khẳng định rằng tất cả các thành viên góp vốn của ông đều thống nhất với phương pháp này; mọi người phải đồng ý với thước đo "tương đối so với thị trường" và phép thử ba năm của ông trước khi đồng đầu tiên được đặt vào đầu tư. Ông luôn cố gắng nhất quán trong việc hướng dẫn từng thành viên góp vốn mới về các tiêu chuẩn này, điều mà ông thường nhắc lại trong các bức thư của mình.

Không phải ông khăng khăng các tiêu chuẩn của mình là tốt nhất, hay các thứ khác không thể sánh được, nhưng đây là tiêu chuẩn của ông, và ông đã nói rõ ràng là chỉ những ai đồng ý với các tiêu chuẩn đó mới nên tham gia Công ty Hợp danh. Nếu ông đạt được các mục tiêu ông đặt ra, ông muốn nhận được một "lời ca tụng" thích đáng. Nếu không đạt được, ông hy vọng các thành viên góp vốn sẽ rút lui. Còn bài học cho chúng ta là hãy thiết lập và bảo đảm rằng các thước đo đã được sẵn sàng từ trước để tránh bất kỳ sự hiểu lầm nào về điều sẽ khích lệ bạn, bởi, theo cách nói của Buffett, bạn sẽ chẳng muốn nhận được trứng thối khi đang kỳ vọng những tiếng vỗ tay sôi nổi.

Nếu tất cả các nhà quản lý đầu tư chuyên nghiệp đều tuân theo các tiêu chuẩn của ông, chúng ta sẽ chứng kiến một con số kỷ lục những người nghỉ hưu sớm trên Phố Wall. Tới tận bây giờ, Buffett vẫn giữ cho mình "thước đo" 5 năm cho các thành tích tương đối tại Công ty Berkshire Hathaway. Nó đã và sẽ còn tiếp tục là tiêu chuẩn rất cao. Tất cả các nhà đầu tư đều cần một thước đo. Nếu bạn có thể đưa ra một phép thử tốt hơn thì thật tuyệt vời nhưng hãy nhớ thiết lập nó từ trước.

Mục tiêu đầy tham vọng

Các mục tiêu thành tích của Buffett cho Công ty Hợp danh có thể không dễ dàng đạt được. Sau khi thiết lập những điều ông cần tránh (3-5 năm lăn lộn với thành tích kém một cách tương đối), ông đã đặt ra mục tiêu là đánh bại chỉ số Dow trung bình 10 điểm mỗi năm. Đây là mức lợi thế tối đa ông nghĩ một người có thể đạt được và

mục tiêu của ông là đạt được nó. Vì vậy, nếu chỉ số Dow Jones là -5% trong năm, thì ông hy vọng sẽ đạt được +5%. Các nhà đầu tư có thể sẽ hỏi về nguồn gốc của con số 10% này, và thật lòng mà nói, tôi cũng không chắc nữa. Tuy nhiên, đó không phải câu hỏi tôi bận tâm suy nghĩ nhiều – chúng ta sẽ thấy hài lòng hơn nhiều nếu có thể làm tốt hơn thị trường theo thời gian dù chỉ nhỉnh hơn một chút. Băn khoăn về thành tích cao nhất mà chúng ta có thể đạt được chẳng khác nào "cầm đèn chạy trước ô tô".

Mặc dù ông không biết thị trường chung trong một năm bất kỳ sẽ thế nào, nhưng hãy nhớ lại rằng Buffett nói 5-7% sẽ là trung bình thị trường. Lợi thế 10% tăng thêm có nghĩa mục tiêu của ông là lợi suất trung bình hàng năm 15-17%. 100.000 đô la được tính lãi kép tại mức 15% trong 10 năm sẽ thành 405.000 đô la và sau 20 năm, sẽ lên tới 1,6 triệu đô la. Kết quả này quá tốt, ngoài sức tưởng tượng.

Hầu như mọi bình luận ông đưa ra liên quan tới thành tích đều trên cơ sở tương đối. Có lúc ông giải thích lối tư duy của mình như thể đang nói chuyện với một người bạn chơi golf:

Tôi sẽ coi năm mà chúng ta giảm 15% còn Chỉ số Trung bình giảm 30% là tốt hơn nhiều năm mà cả chúng ta và Chỉ số Trung bình đều tăng 20%. Trong một khoảng thời gian, sẽ có những năm tốt và những năm xấu; chẳng có ích gì khi tán dương hay chán nản về năm nào xảy ra trước hay xảy ra sau cả. Điều quan trọng là đánh bại Par[32]; 4 gậy ở hố Par 3 sẽ không tốt bằng 5 gậy ở hố Par 5 và thật không thực tế khi cho rằng chúng ta sẽ không thể có phần trong cả Par 3 và Par 5.

Các nhà đầu tư được dạy nghĩ về thành tích theo một chiều: Nếu thị trường đang đi xuống còn bạn đi xuống ít hơn, thì bạn đã có một năm tốt lành rồi, và ngược lại. Miễn là thành tích của bạn vẫn nhỉnh hơn trung bình thị trường, dù thành tích vượt trội đó xuất hiện lúc thị trường đi lên hay xuống, thì kết quả đó là xuất sắc rồi.

Mặc dù Công ty Hợp danh chưa từng có năm nào đi xuống hay thậm chí năm hoạt động kém hơn thị trường, nhưng Buffett vẫn dạy các nhà đầu tư phải kỳ vọng cả hai.

Kỹ năng khi là một nhà đầu tư, lợi thế khi làm việc với các khoản tiền tương đối nhỏ, thị trường đúng với phong cách của ông, và may

mắn là tất cả các yếu tố đã giúp Công ty Hợp danh luôn đạt được những thành tích xuất sắc như vậy, nhưng sau đó, Berkshire đã gặp vài năm hoạt động kém hiệu quả và vài năm đi xuống, mặc dù khá khiêm tốn thôi.

Phép thử tốt nhất là phép thử dài hạn

Các nhà đầu tư không nên trông đợi quá nhiều vào sự nhất quán trong bất kỳ phong cách đầu tư nào. Mọi thứ đều có mùa cả. Khi hiểu rằng kết quả tương đối của mình có thể sẽ thay đổi, Buffett đã cảnh báo rằng ông có thể sẽ đi sau thị trường tới 10% trong những năm tệ hại và nghĩ rằng ông có thể sẽ dẫn trước tới 25% khi "mọi thứ rõ như ban ngày." Do biên độ kỳ vọng lớn giữa hai năm bất kỳ, ông cảm thấy rằng các nhà đầu tư cần đo lường kết quả của mình qua khoảng thời gian nhiều năm và nghĩ rằng 3 năm là mức tối thiểu, 5 năm sẽ tốt hơn nhiều. Phép thử tốt nhất sẽ được tiến hành trong thời kỳ thị trường yên ắng. Bằng cách đó, sẽ triệt tiêu được các thay đổi trong cơn sốt đầu cơ của thị trường chung. Ông dạy và nhắc nhở các nhà đầu tư rằng thành tích tương đối của mỗi năm phần lớn là do may mắn. Nó phụ thuộc vào bản chất "máy bầu cử" của các diễn biến thị trường trong ngắn hạn. Khi bạn mở rộng thời gian đánh giá của mình, phép thử sẽ càng giống một "chiếc cân" hơn.

Buffett cũng dạy các nhà đầu tư rằng hãy cảnh giác với phép thử nhiều năm: Trong các giai đoạn cuối của thị trường giá lên có tính đầu cơ, khả năng hoạt động kém là rất cao. Đó là cảnh báo mà ông nhắc đi nhắc lại tới tận hôm nay.

Chúng ta đã thấy hiệu ứng này trong vài năm cuối cùng của Công ty Hợp danh, khi một vài các "quỹ hiệu quả" đã hạ gục BPL trong thời kỳ "sôi động" dẫn tới sự sụp đổ tai hại của thị trường vào đầu những năm 1970, và sau đó ở một lần gần đây hơn khi Buffett và Công ty Berkshire Hathaway được coi là "bước sai nhịp" chỉ ngay trước thời kỳ bùng nổ của Bong bóng Internet[(33)] vào những năm 2000. Trong hơi men đầu cơ, những "kẻ điên cuồng" trên thị trường đã khiến cổ phiếu thoát ly khỏi các nguyên tắc kinh doanh cơ bản. Nhưng kẻ coi thị trường như một chiếc "máy bầu cử" phát triển mạnh trong môi

trường này, trong khi Buffett và các nhà đầu tư khác, tự cho mình là thành viên của trường phái "chiếc cân", có vẻ đang bước sai nhịp.

Do bản chất thận trọng trong phong cách đầu tư hướng tới giá trị của mình, Buffett dạy chúng ta nhìn chung hãy kỳ vọng thành tích tương đối tốt hơn trong thị trường đi xuống. Một lần nữa, ông hoàn toàn ổn khi phải đi xuống trong những khoảng thời gian đó, nhưng ông kỳ vọng sẽ đi xuống ít hơn thị trường nói chung. Các nhà đầu tư hôm nay tuân theo các nguyên tắc này nên có cùng kỳ vọng như vậy. Bởi khi đã áp dụng phương pháp này và mua các loại cổ phiếu đó, thị trường đi xuống thường mang lại thành tích tốt nhất. Như Buffett nói với các thành viên góp vốn vào năm 1962,

chỉ số Dow giảm xuống sẽ cho chúng ta cơ hội tỏa sáng và tích lũy nhiều các phần trăm lợi thế mà, mặc dù chỉ đem lại thành tích ở mức trung bình trong lúc thị trường đi lên, sẽ cho chúng ta lợi nhuận dài hạn khá tốt. Mục tiêu của chúng ta là mức giảm khoảng ½% cho mỗi 1% giảm trong chỉ số Dow và nếu đạt được, có nghĩa là chúng ta sẽ có một phương án đầu tư vào cổ phiếu thận trọng hơn nhiều so với bất kỳ phương án nào khác.

Buffett nhắc các nhà đầu tư rằng các nguyên tắc, bao gồm cả các nguyên tắc đo lường kết quả, sẽ không thay đổi. Ông kiên quyết một phép thử tối thiểu 3 năm so với thị trường cho các nhà quản lý đầu tư chủ động khi ngành này thực sự chưa đo lường gì cả. Đến cuối những năm 1960, ngành này đã chuyển từ hoàn toàn không đo lường sang đo lường quá thường xuyên. Ông vẫn ủng hộ phép thử tối thiểu 3 năm khi lúc bấy giờ mấy gã này lại đo lường theo từng phút, điều này cũng tệ như không đo lường gì cả.

Chúng ta học được từ Buffett nghĩ tới việc đo lường kết quả theo cách nội tại nhất quán với các nguyên lý cốt lõi khác. Nếu chúng ta đặt ra nguyên tắc đầu tiên rằng thị trường chứng khoán không hiệu quả cho lắm, thì sẽ không nhất quán khi nghĩ rằng thành quả ngắn hạn của chúng ta là thứ gì đó cần chú ý. Chúng ta chỉ nên quan tâm tới việc bám theo các số liệu 3 năm (tối thiểu) bởi đó là ngưỡng nơi thị trường có thể được kỳ vọng hiệu quả. Thời gian 5 năm còn tốt hơn. Một chu kỳ thị trường[(34)] đầy đủ là khoảng thời gian tốt nhất để đánh giá một nhà quản lý đầu tư chủ động (từ thị trường thấp tới thị trường thấp, hay từ thị trường cao tới thị trường cao).

Thư gửi thành viên góp vốn: Đo lường

NGÀY 24 THÁNG 1 NĂM 1962

Vài lời về Par

Điều rất quan trọng khi tôi lựa chọn thành viên góp vốn, cũng như xây dựng các mối quan hệ với họ sau đó, là xác định xem chúng tôi có sử dụng cùng thước đo không. Nếu kết quả đầu tư của tôi kém cỏi, tôi hy vọng các thành viên góp vốn sẽ rút lui, và quả thật, tôi nên tìm một nguồn vốn đầu tư mới cho các quỹ của riêng mình. Nếu kết quả tốt, tôi an tâm là mình đã làm rất tốt, một trạng thái mà tôi chắc mình có thể điều chỉnh.

Khi đó, chắc chắn là chúng ta đều có cùng ý tưởng về điều gì là tốt và điều gì là kém cỏi. Tôi tin rằng thiết lập các thước đo trước khi hành động sẽ tốt hơn nhiều; khi nhìn lại, hầu như bất cứ điều gì cũng có thể được làm cho có vẻ tốt so với thứ này hay thứ khác.

Tôi luôn sử dụng Chỉ số Trung bình Công nghiệp Dow Jones làm thước đo của chúng ta. Tôi cảm thấy ba năm là thời gian tối thiểu cho phép thử thành quả, và phép thử tốt nhất bao gồm một khoảng thời gian dài tối thiểu mức này để tại đó mức cuối cùng của chỉ số Dow sẽ gần với mức đầu tiên.

Mặc dù chỉ số Dow không phải là một thước đo thành quả hoàn hảo (mọi thứ khác cũng vậy), lợi thế của nó là được phổ biến rộng rãi, có thời gian dài liên tục, và phản ánh khá chính xác trải nghiệm của nhà đầu tư nói chung với thị trường. Tôi không phản đối việc sử dụng bất kỳ phương pháp đo lường kết quả thị trường chung nào khác, như các chỉ số trung bình thị trường chứng khoán khác, các quỹ tương hỗ cổ phiếu đa dạng hóa hàng đầu, quỹ tín thác phổ thông của ngân hàng, v.v.

NGÀY 8 THÁNG 7 NĂM 1964

Chúng ta sẽ thường xuyên tuân theo chính sách này dù nó dẫn tới đâu đi nữa. Có lẽ đã quá rõ ràng khi nói rằng chính sách đo lường thành quả của chúng ta sẽ không đảm bảo các kết quả tốt – nó chỉ đảm bảo việc đánh giá khách quan. Tôi muốn nhấn mạnh các quan điểm được nhắc tới trong "Các nguyên tắc cơ bản" về việc áp dụng tiêu chuẩn này – cụ thể là nó sẽ được áp dụng trên cơ sở tối thiểu 3 năm do bản chất hoạt động của chúng ta và trong cơn sốt đầu cơ, chúng ta có thể tụt hậu so với thị trường. Tuy nhiên, một điều tôi có thể hứa với các anh. Chúng ta bắt đầu với thước đo nào thì sẽ giữ nó nguyên như vậy. Nếu không đo lường, chúng ta sẽ không thay thước khác. Tôi nghĩ toàn bộ ngành quản lý đầu tư, liên quan tới hàng trăm tỷ đô la, sẽ được tiến hành thỏa đáng hơn nếu mọi người đều có một thước tốt để đo lường khả năng và áp dụng nó một cách hợp lý. Hầu hết mọi người đều thường xuyên làm điều này lúc tiến hành hoạt động kinh doanh của mình trong khi đánh giá thị trường, con người, máy móc, phương pháp, v.v. và quản lý tiền bạc là hoạt động kinh doanh lớn nhất thế giới.

NGÀY 20 THÁNG 1 NĂM 1966

Tôi hoàn toàn tin rằng các tiêu chuẩn tôi sử dụng (và muốn các thành viên góp vốn của mình sử dụng) để đo lường thành quả của tôi không phải là các tiêu chuẩn có thể áp dụng cho toàn bộ các nhà quản lý tiền bạc. Nhưng tôi hoàn toàn tin rằng bất kỳ ai tham gia ngành quản lý tiền bạc cần có một tiêu chuẩn đo lường, và cả người đó lẫn bên có tiền được quản lý cần hiểu rõ lý do tại sao đó là tiêu chuẩn phù hợp, khoảng thời gian nên được sử dụng, v.v.

Frank Block đã giải thích điều này rất hay trong số ra tháng 11-12 năm 1965 của *Financial Analysts Journal*. Nói về thước đo hiệu quả đầu tư, ông nói, "...Tuy nhiên, thực tế là đề tài này vẫn chưa được nghiên cứu nhiều. Nếu các tổ chức quản lý đầu tư luôn tìm kiếm hiệu quả tốt nhất thì chẳng có gì đặc biệt khi cẩn thận đo lường các kết quả đầu tư. Việc khách hàng không thể yêu cầu một buổi họp trang trọng để nghe thuyết minh các kết quả đó cũng đâu quan trọng. Riêng lòng tự trọng cũng đã đủ để yêu cầu rằng mỗi chúng ta đều phải khách quan xác định được chất lượng các đề xuất của khách hàng đó. Điều

này sẽ chẳng thể thực hiện được nếu không có hiểu biết chính xác về thành quả. Một khi đã nắm trong tay những hiểu biết đó, sẽ có thể mở rộng phân tích tới mức mà từng điểm yếu và điểm mạnh tự chúng bộc lộ ra. Chúng ta phê bình một tổ chức quản lý khi không thể sử dụng công cụ tốt nhất để theo dõi sự tiến triển của một tổ chức công nghiệp phức tạp. Chúng ta không thể bào chữa việc không thể trang bị cho mình các công cụ tương đương để thể hiện tính hữu hiệu của các nỗ lực của chính chúng ta khi quản lý tiền bạc của người khác...Vì vậy, sẽ thật buồn thảm khi chúng ta báo cáo rằng các hệ thống đo lường tính hiệu quả không được tự động tích hợp trong chương trình xử lý dữ liệu của hầu hết các tổ chức quản lý đầu tư. Thực tế đáng buồn là một số dường như còn không muốn biết họ đang làm tốt hay tệ tới mức nào.

NGÀY 20 THÁNG 1 NĂM 1966

Thành thật mà nói, tôi có vài lý do ích kỷ khi khăng khăng rằng chúng ta phải áp dụng một thước đo và rằng chúng ta đều phải sử dụng cùng một thước đo. Đương nhiên, tôi thích đánh bại Par. Quan trọng hơn, tôi đảm bảo rằng tôi sẽ không bị đổ lỗi vì lý do sai lầm (có nhiều năm thua lỗ) mà chỉ vì lý do đúng đắn (kém hơn chỉ số Dow). Biết được rằng các thành viên góp vốn sẽ chấm điểm tôi trên cơ sở đúng đắn giúp tôi làm việc tốt hơn. Cuối cùng, việc thiết lập các thước đo phù hợp trước khi thực hiện đảm bảo rằng tất cả chúng ta sẽ đều rời bỏ hoạt động kinh doanh này nếu kết quả ở mức tầm thường (hay tệ hơn). Có nghĩa là các thành công trong quá khứ không thể che mờ việc đánh giá các kết quả hiện tại. Nó sẽ làm giảm cơ hội của những viện cớ khéo léo cho các kết quả tồi tệ. Mặc dù lối tiếp cận "khổ hạnh" này nghe không giống lợi thế cho lắm nhưng tôi dám chắc với mọi người là qua các quan sát của tôi về các đơn vị kinh doanh thì những đánh giá như vậy sẽ được thực hiện rất nhiều trong các tổ chức đầu tư và trong ngành.

Vậy nếu mọi người định đánh giá bên nào đó (hay chính mình!) trong lĩnh vực đầu tư này, hãy nghĩ tới một số tiêu chuẩn – áp dụng – diễn giải chúng. Nếu không cảm thấy tiêu chuẩn của chúng ta (phép thử tối thiểu 3 năm đối với chỉ số Dow) là có thể áp dụng, mọi người đừng nên tham gia vào Công ty Hợp danh. Còn nếu thấy có thể áp dụng nó, mọi người nên bình thản chấp nhận vài năm đi xuống ở chỗ

này hay chỗ kia – miễn là chúng ta vượt qua được kết quả của chỉ số Dow.

NGÀY 24 THÁNG 1 NĂM 1962

Trong bất kỳ thời kỳ nào, tôi nghĩ rằng chỉ số Dow có thể tạo ra lợi suất khoảng 5-7% mỗi năm khi áp dụng lãi kép vào cổ tức và mức gia tăng của giá trị thị trường. Bất chấp những tín hiệu khả quan của những năm gần đây, bất kỳ ai kỳ vọng làm tốt hơn thị trường chung có thể sẽ thất vọng.

Công việc của chúng ta là tích góp các lợi thế hàng năm so với chỉ số Dow mà không lo nghĩ quá nhiều tới việc liệu kết quả tuyệt đối trong năm đó là tăng hay giảm. Tôi sẽ coi năm mà chúng ta giảm 15% còn Chỉ số Trung bình giảm 30% là tốt hơn nhiều năm mà cả chúng ta và Chỉ số Trung bình đều tăng 20%. Tôi đã nhấn mạnh điểm này trong khi nói chuyện với các thành viên góp vốn và thấy họ tán thành ở các mức hào hứng khác nhau. Một điều cực kỳ quan trọng với tôi là các anh phải thấu đáo lý luận của tôi về vấn đề này và đồng ý với tôi hoàn toàn.

Vì những lý lẽ nêu trong phương pháp hoạt động của tôi, năm tốt nhất của chúng ta so với chỉ số Dow có thể là lúc thị trường đi xuống hay không thay đổi. Vì vậy, lợi thế chúng ta tìm kiếm có thể từ các khoản biến động mạnh. Mặc dù chắc chắn sẽ có những năm chúng ta đi sau chỉ số Dow, nhưng nếu trong thời kỳ dài, chúng ta có thể đạt cao hơn trung bình 10 điểm phần trăm mỗi năm thì tôi cảm thấy kết quả là thỏa mãn rồi.

Cụ thể, nếu thị trường đi xuống 35% hay 40% trong một năm (và tôi cảm thấy có xác suất cao điều này sẽ xảy ra trong mười năm tới – chẳng ai biết được năm nào), chúng ta chỉ phải đi xuống 15% hay 20% thôi. Còn nếu thị trường hầu như không đổi trong năm, chúng ta hy vọng sẽ tăng lên được khoảng 10 điểm phần trăm. Nếu thị trường đi lên ít nhất 20%, thì chúng ta phải cố đi lên bằng mức đấy. Kết quả của những thành tích như vậy qua nhiều năm sẽ có nghĩa là nếu chỉ số Dow Jones tạo ra lợi suất 5-7% mỗi năm khi tính lãi kép, thì tôi hy vọng kết quả của chúng ta sẽ là 15-17% mỗi năm.

Những kỳ vọng trên nghe có vẻ hơi hấp tấp, và rõ ràng chúng là như vậy khi nhìn vào năm 1965 hay 1970. Có vẻ tôi đã hoàn toàn sai. Tuy nhiên, tôi cảm thấy các thành viên góp vốn chắc chắn có quyền được biết điều tôi nghĩ về vấn đề này mặc dù bản chất của hoạt động kinh doanh này là đưa ra một xác suất cao về sai số trong những kỳ vọng đó. Trong một năm bất kỳ, những biến động có thể khá lớn. Điều này đã xảy ra vào năm 1961, nhưng thật may là những biến động đó lại là tích cực. Tuy nhiên, không phải lúc nào cũng vậy đâu!

NGÀY 8 THÁNG 7 NĂM 1964

Khi nước (thị trường) lên, chú vịt cũng lên cao; khi nước rút, chú vịt phải xuống thấp... tôi nghĩ chú vịt chỉ nên được khen ngợi (hay bị đổ lỗi) cho hành động của chính mình. Nước hồ dâng lên và hạ xuống gần như đâu phải thứ để chú ta khoác lác được. Mực nước này rất quan trọng đối với kết quả của BPL... Tuy nhiên, chúng ta cũng thỉnh thoảng phải tự mình "vỗ cánh."

NGÀY 18 THÁNG 1 NĂM 1965

. . . Tôi muốn nhấn mạnh rằng điều trên chỉ là phỏng đoán, có lẽ chịu ảnh hưởng lớn bởi tư lợi, cái tôi, v.v. Bất kỳ ai có cảm nhận về lịch sử tài chính đều biết rằng loại phỏng đoán này có sai số rất lớn. Tốt hơn nên để nó ra khỏi bức thư này, nhưng nó là một câu hỏi thường xuyên và hợp pháp của các thành viên góp vốn. Lợi nhuận kỳ vọng dài hạn là mối quan tâm chủ yếu cho tất cả chúng ta – những người trong BPL, và nếu giờ tôi lại ghi chép, chắc về sau thứ này sẽ khiến tôi trông thật ngu xuẩn. Quan điểm khắt khe của tôi là bất kỳ nhà quản lý đầu tư nào, dù là môi giới, nhà tư vấn đầu tư, bộ phận tín thác, công ty đầu tư, v.v. cần sẵn sàng nói rõ ràng những gì anh ta sẽ cố gắng thực hiện và cách anh ta đề xuất để đo lường mức độ hiệu quả trong công việc của mình.

Tóm lược

Dù những người khác trên thị trường đang thay đổi thước đo của – dù họ đo lường có quá thường xuyên hay không – Buffett vẫn dạy chúng ta đừng bao giờ thay đổi thước đo của mình. Chính thị trường mới thay đổi quanh suy nghĩ cố định của nhà đầu tư; thị trường chẳng bao giờ ảnh hưởng tới chúng ta cả.

Gạt các thị trường giá lên có tính đầu cơ sang một bên, Buffett nghĩ ông có thể đánh bại thị trường ở mức cách biệt lớn. Ông dạy chúng ta phải thiết lập các thước đo rõ ràng và thống nhất để có thể giám sát và đánh giá hiệu quả công bằng và chính xác. Ông nói ra trước chính xác điều chúng ta sẽ làm và khuyến khích chúng ta thường xuyên làm phép thử so sánh chính mình với thước đo đó.

Ngày nay, việc đo lường hiệu quả trong lĩnh vực đầu tư chứng khoán đã bị làm lệch lạc và làm cho khó hiểu với các thuật ngữ như alpha, beta, hệ số Sharpe, hệ số Treynor, v.v. Không cần phải phức tạp hóa lên như vậy. Các nhà đầu tư quyết định theo con đường đầu tư chủ động đơn giản chỉ cần nghĩ kỹ thước đo của mình trước khi tiến hành và cam kết sẽ gắn bó với kế hoạch đo lường đó. Dù bạn tự mình đầu tư chủ động hay nhờ chuyên gia, hãy giám sát kết quả của mình trong thời gian 3 năm hay 5 năm và khi thấy kém hiệu quả trong thời gian dài, trừ thời kỳ thị trường giá lên có tính đầu cơ, thì hãy cân nhắc việc thay đổi. Hậu quả của việc kém hiệu quả trong thời gian dài chỉ là quá tốn kém.

Điều này khiến việc lựa chọn người quản lý đầu tư tiềm năng mới trở nên cực kỳ quan trọng và đòi hỏi am hiểu sức mạnh của các động cơ trong việc quản lý hành vi của người quản lý đầu tư. Qua nghiên cứu cách Buffett xây dựng Công ty Hợp danh trong phần tới, bạn sẽ thấy các vùng xung đột lợi ích tiềm tàng giữa một nhà đầu tư và nhà quản lý đầu tư, thứ mà cần được giảm thiểu tới mức tối đa có thể.

CHƯƠNG 5

CÔNG TY HỢP DANH: MỘT CẤU TRÚC THANH LỊCH

"Thỏa thuận góp vốn mới mới này sẽ đại diện cho toàn bộ hoạt động đầu tư của tôi vào chứng khoán khả mại[35], sao cho kết quả đầu tư của tôi sẽ trực tiếp tỷ lệ thuận với kết quả của mọi người, tùy thuộc vào lợi thế tôi đạt được nếu chúng ta làm tốt hơn 6%."

– NGÀY 22 THÁNG 7 NĂM 1961

Động cơ thúc đẩy hành vi. Dù chúng ta đang nhắc tới các nhà quản lý đầu tư, các nhà lãnh đạo kinh doanh, hay các chính trị gia, đa phần mọi người sẽ thường hành xử theo những gì họ được trả công.

Thông qua việc hiểu bằng cách nào và tại sao một nhà quản lý đầu tư được trả tiền, bạn có thể đối chiếu hành vi được kỳ vọng từ họ với lợi ích tốt nhất của riêng bạn. Trong khi hầu hết mọi người đều nghĩ bạn đạt được những gì bạn trả tiền, thì mức ảnh hưởng to lớn của siêu sức mạnh này thường bị đánh giá thấp. Như Charlie Munger đã nói, "Tôi nghĩ rằng trong phần lớn quãng đời trưởng thành của mình, tôi luôn thuộc 5% nhóm người cùng tuổi hiểu được sức mạnh của động cơ, tuy vậy tôi lại luôn đánh giá thấp sức mạnh đó. Chẳng có năm nào trôi qua mà tôi không thấy thêm bất ngờ khi nhận thức được sức mạnh của động cơ."

Ví dụ về FedEx là một trong những trường hợp yêu thích của ông về vấn đề này. Ông giải thích rằng tính toàn vẹn của hệ thống FedEx dựa chủ yếu vào khả năng bốc dỡ rồi nhanh chóng chất lại các gói hàng tại một địa điểm trung tâm trong một khoảng thời gian quy định. Nhiều năm trước, công ty này đã gặp vấn đề nghiêm trọng trong việc để công nhân của mình bốc dỡ toàn bộ kiện hàng xuống và sau

đó chất lại lên máy bay kịp lúc. Họ đã thử rất nhiều giải pháp nhưng không thành công, cho tới khi một người nảy ra ý tưởng tuyệt vời là trả lương công nhân theo ca làm việc thay vì giờ làm việc. Chà, thế là vấn đề được giải quyết.

Hệ thống trả lương theo giờ trước đây của FedEx khen thưởng những người mất nhiều thời gian hơn để hoàn thành công việc. Họ được khuyến khích làm lâu hơn. Bằng cách chuyển sang trả lương theo ca làm việc, các công nhân có động lực để làm việc nhanh hơn mà không có sai sót để họ có thể về nhà sớm hơn, mà vẫn nhận được mức lương cho cả ca làm việc đó. Bằng việc thống nhất lợi ích của doanh nghiệp với động cơ của công nhân, FedEx đạt được kết quả mà cả công ty và công nhân đều mong muốn.

Hoạt động quản lý đầu tư cũng không khác là mấy. "Nếu bạn muốn dụ lũ kiến, hãy rắc đường lên sàn nhà." Nếu bạn muốn nhà quản lý đầu tư của mình nghĩ tới việc hành xử vì lợi ích tốt nhất của bạn, bạn phải đảm bảo lợi ích của mình được thống nhất với động cơ của họ. Buffett rất giỏi thống nhất lợi ích của ông với các nhà đầu tư.

Những điều cơ bản về Công ty Hợp danh Buffett

Công ty Hợp danh Buffett được phỏng theo mô hình của Newman-Graham, một trong những quỹ phòng hộ đầu tiên trong cả nước. Graham đã đi tiên phong trong cấu trúc cơ bản này. Nó gồm một thành viên hợp danh, như Buffett, người chịu trách nhiệm quản lý và nhận một phần lợi nhuận. Các thành viên góp vốn, như dì Alice, góp vốn nhưng không có tiếng nói trong cách sử dụng quỹ.

Dưới đây là mô tả của Buffett về cách thỏa thuận góp vốn đầu tiên này được thành lập lúc ông trở về Omaha sau khi rời Graham-Newman ở tuổi 25:

Tôi không có kế hoạch thành lập một thỏa thuận góp vốn, hay thậm chí kiếm một công việc. Tôi cũng chẳng thấy lo lắng miễn là tôi có thể tự mình hoạt động. Tôi chắc chắn không muốn quay lại công việc bán chứng khoán cho người khác nữa. Nhưng thật tình cờ, bảy

người, trong đó có vài người thân của tôi, nói với tôi rằng, "Cháu từng bán chứng khoán, và chúng ta muốn cháu nói cho chúng ta cách làm gì với tiền của mình." Tôi trả lời, "Cháu không làm điều đó nữa, nhưng cháu sẽ thành lập một thỏa thuận góp vốn như chú Ben và Jerrry từng làm, và nếu mọi người muốn tham gia, cứ tự nhiên ạ." Cha vợ tôi, bạn cùng phòng thời đại học, mẹ của anh ta, dì Alice, chị tôi, anh rể và cả luật sư của tôi đều đăng ký tham gia. Tôi cũng có hàng trăm đô la. Nó bắt đầu thế đấy – thật tình cờ.

Thỏa thuận góp vốn đầu tiên được bắt đầu với những người mà ông quan tâm sâu sắc. Rõ ràng những cảm xúc này ảnh hướng tới cách ông xây dựng các chi tiết cụ thể từng cấu trúc chi phí của thỏa thuận góp vốn. Từ năm 1956 đến năm 1961, có thêm 10 thỏa thuận góp vốn riêng biệt được lập ra. Khi các thỏa thuận góp vốn được thêm vào, Buffett đưa ra các điều khoản khác nhau tùy thuộc vào mức độ chấp nhận rủi ro của từng nhóm mới. Ông biết hầu hết từng thành viên góp vốn. Nhiều người sống ở Omaha.

Trong mỗi trường hợp, Buffett lấy phần trăm tiền lãi nhiều hơn một ngưỡng lợi suất nhất định, được gọi là "mức dự phòng lãi." Nhìn chung, khi nhận nhiều rủi ro về mình hơn, thì ông lấy phần trăm tiền lãi lớn hơn. Trong 11 thỏa thuận góp vốn, mức dự phòng lãi nằm trong khoảng từ 0% tới 6%, sau khoản này sẽ tính khoản dư cho thành viên hợp danh. Thỏa thuận góp vốn đầu tiên có mức dự phòng chia sẻ lỗ mà trong đó Buffett đồng ý chịu một phần trong bất kỳ khoản lỗ nào. Ông luôn công bằng và điều tiết theo nhu cầu và mức chịu rủi ro của các thành viên góp vốn khác nhau. Những ai sẵn sàng chấp nhận rủi ro lớn hơn sẽ mất ít phí hơn. Khi nhận thêm rủi ro, Buffett tính thêm phí.

Một BPL

Bắt đầu với 105.100 đô la và một thỏa thuận góp vốn duy nhất, tính tới năm 1960, tài sản đã tăng lên đến 1.900.000 đô la với 7 thỏa thuận góp vốn riêng biệt và ngày càng trở nên cồng kềnh hơn. Ông đã thể hiện mong muốn hợp nhất các thỏa thuận góp vốn lần đầu tiên, khi nhận thấy vấn đề có kết quả khác nhau giữa các thỏa thuận góp vốn:

Gia đình ngày càng đông. Chẳng có thỏa thuận góp vốn nào mà thành tích luôn tốt hơn hay thấp hơn trung bình nhóm của chúng ta, nhưng có một số khác biệt mỗi năm mặc dù tôi luôn cố gắng đầu tư tất cả các thỏa thuận góp vốn này vào cùng các loại chứng khoán và với tỷ lệ gần như bằng nhau. Tất nhiên, khác biệt này có thể loại bỏ bằng cách kết hợp các thỏa thuận góp vốn hiện tại thành một thỏa thuận lớn. Giải pháp đó cũng sẽ loại bỏ nhiều chi tiết và mức chi phí đáng kể. Thành thật mà nói, tôi hy vọng làm được điều gì đó như vậy trong vài năm tới. Chỉ có vấn đề là các thành viên góp vốn khác nhau lại thích đa dạng các bố trí thỏa thuận góp vốn hơn. Không điều gì có thể thực hiện nếu thiếu sự nhất trí của các thành viên góp vốn.

Việc hợp nhất thành một thực thể vào năm 1962, Công ty Hợp danh Trách nhiệm Hữu hạn Buffett (BPL), đã loại bỏ mọi nguy cơ dẫn tới khác biệt kết quả đầu tư giữa các thành viên góp vốn. Giải pháp này thật đúng lúc bởi tổng tài sản của các thỏa thuận góp vốn đã tăng gấp 3 lần chỉ trong một năm, lên tới 7.178.500 đô la. Cổ phần cá nhân của Buffett chiếm 14,3% và khi lợi ích chung của các thành viên gia đình ông được thêm vào, gia đình Buffett chiếm tới hơn 25%. Tỷ lệ này khá cao, giống công ty gia đình hơn là một quỹ phòng hộ hay hợp danh. Buffett giờ không chỉ là thành viên hợp danh được hưởng phí từ các thành viên góp vốn; mà ông cùng gia đình mình cũng gặp nhiều rủi ro tài chính hơn bất kỳ thành viên góp vốn nào khác.

Điều khoản của BPL

Khi tất cả các thỏa thuận góp vốn được hợp nhất thành BPL, tất cả các thành viên góp vốn được yêu cầu chuyển sang cùng điều khoản thống nhất chung. Mức dự phòng lãi được đặt ở mức 6% cho mọi người, mà trên mức đó Buffett sẽ nhận 25% tiền lãi. Khi ông thấy thị trường đang đi lên trung bình 5-7% mỗi năm, mức dự phòng lãi đã đẩy tới mức mà nếu không đánh bại thị trường thì ông chẳng nhận được gì. Ông đang găp "mốc nước dâng cao" – bất kỳ khoản thiếu hụt dồn tích nào dưới 6% lãi mỗi năm sẽ phải được tự bù vào thì ông mới có thể tiếp tục nhận khoản phí của mình.

Một số thành viên góp vốn sống dựa vào thu nhập từ Công ty Hợp danh và muốn thu tiền trên khoản dự phòng lãi của họ. Những người

khác lại muốn tối đa hóa khoản vốn đầu tư. Để "dỗ dành" cả hai nhóm nay, mức dự phòng lãi 6% sẽ được phân phối, ½% mỗi tháng, cho ai muốn nhận nó ngay. Những người muốn khoản quỹ của mình được đầu tư đầy đủ có thể chọn bỏ qua các khoản thanh toán này, để chúng được tái đầu tư vào trong Hợp danh vào thời điểm cuối năm.

Giờ hãy xem tại sao cách cấu trúc của Buffett ở Công ty Hợp danh lại là một ví dụ tuyệt vời về việc thống nhất động cơ của nhà quản lý đầu tư và mục tiêu của nhà đầu tư. Khả năng thiết kế các cấu trúc động cơ đơn giản, dễ hiểu là nguồn gốc chủ chốt trong thành công của Buffett trong suốt những năm tháng của Công ty Hợp danh này và thực sự trong suốt sự nghiệp của ông.

Bằng cách nào nhà quản lý được trả công trong khi nhà đầu tư lại không

Các quỹ phòng hộ và quỹ tương hỗ ngày nay thường tính một mức phí quản lý dưới dạng một phần trăm cố định trong tổng tài sản của nhà đầu tư được quản lý. Khoản này có thể từ 0,25% tới 2% trở lên, mỗi năm, và khoản phí này không bị ảnh hưởng bởi hiệu quả đầu tư.

Do hoạt động quản lý tài sản có khả năng mở rộng cao – tài sản tăng thường không khiến chi phí tăng lên nhiều – nên khoản quỹ được quản lý càng nhiều thì lợi nhuận của nhà quản lý tài sản càng cao. Trong khi hiệu quả chắc chắn là thành phần chủ chốt trong khả năng tăng trưởng của một quỹ đầu tư, thì một chiến lược tiếp thị tuyệt vời lại có thể thu hút thêm nhiều nhà đầu tư và có khả năng thúc đẩy tăng trưởng tài sản thậm chí còn nhanh hơn. Hầu hết các nhà quản lý tài sản – đặc biệt các công ty quỹ tương hỗ – kiếm được các khoản tiền phí và nhờ đó có động cơ tối đa hóa quy mô tổng tài sản của họ.

Các khoản phí dựa trên phần trăm cố định của tài sản được quản lý khiến các nhà quản lý tài sản thật khó từ chối dòng vốn gia tăng từ các nhà đầu tư, thậm chí khi rõ ràng nó sẽ có tác động xấu đến hiệu quả đầu tư. Khi lợi ích chính (phần trăm lãi hàng năm) của nhà đầu tư "bước sai nhịp" với lợi ích của nhà quản lý tài sản (nhiều tài sản hơn, nhiều phí hơn), thì tồn tại một xung đột lợi ích tiềm tàng.

Buffett không thu phí quản lý tài sản. Ông chỉ được trả công dựa trên hiệu quả đầu tư. Hệ thống của ông tốt hơn bởi nó loại bỏ nguồn gốc xung đột tiềm ẩn giữa lợi ích của ông và của các thành viên góp vốn.

Chi phí kém hiệu quả

Ngoài việc không thu phí quản lý, Buffett còn nghĩ rằng ông chỉ nên được trả công cho mức hiệu quả lớn hơn mức một nhà đầu tư "không làm gì" có thể đạt được; ông chỉ thu phí vượt quá ngưỡng 6% lợi suất, mức giữa của lợi suất kỳ vọng trung bình 5-7% cho thị trường của ông. Bằng cách này, ông càng thống nhất với lợi ích của các thành viên góp vốn hơn nữa.

Ngày nay, các quỹ phòng hộ thường thu mức phí được gọi là "2 và 20"; 2% là phí quản lý, và sau đó tính thêm 20% cho toàn bộ lợi nhuận, mà không có lợi suất ở ngưỡng tối thiểu. Các nhà quản lý tài sản có thể thu được các khoản phí lớn thậm chí dù họ chỉ đưa ra được lợi nhuận dương về mặt danh nghĩa trong khi không thể làm tốt hơn thị trường. Đây là một trạng thái không thỏa đáng kể từ cuối đợt khủng hoảng tài chính, khi mà ngành công nghiệp quỹ phòng hộ nhìn chung không thể vượt qua chỉ số của thị trường vào mỗi năm (2008-2014). Giống như con vịt của Buffett, các quỹ này không thể "tự mình vỗ cánh" nhưng các nhà đầu tư vào các quỹ này vẫn buộc phải trả 20% "lãi" của họ dưới dạng các khoản phí. Cấu trúc "trả công theo hiệu quả" của Buffett đã làm đúng ý tưởng của ông về việc đối xử với mọi người theo cách ông muốn được đối xử nếu vị trí của họ được đảo ngược.

Ngửa họ thắng, Sấp ta thua

Trong nhiều trường hợp, tiền góp vốn của cá nhân các nhà quản lý quỹ chiếm tỷ lệ không đáng kể trong số tài sản được quản lý hay giá trị tài sản ròng[(36)] cá nhân của họ. Điều này có thể dẫn tới một quan hệ "ngửa họ thắng, sấp ta thua" trong đó nhà quản lý quỹ được trả công hậu hĩnh, nhưng khi kết quả của họ kém cỏi, thì kết quả của chúng ta cũng kém cỏi, nhưng họ chỉ cần đóng quỹ của mình là xong. Một nhà quản lý quỹ có một năm hiệu suất đi xuống 30% nhưng giá trị tài sản ròng của họ không có tỷ trọng lớn trong quỹ

chắc chắn sẽ không thu được phí theo hiệu quả, nhưng phải chịu tổn thất ít hơn so với nhà đầu tư của họ. Nếu quỹ bị đóng, các nhà đầu tư không chỉ mất 30% vốn của mình; họ còn mất luôn giá trị của "mốc nước lên cao," thứ cho họ khả năng để tự bù đắp khoản lỗ của mình trước khi lại phải trả các khoản phí theo hiệu quả lần nữa.

Buffett và gia đình ông là thành viên góp vốn lớn nhất của Công ty Hợp danh BPL. Với mức vốn cao nhất có thể gặp rủi ro, ông đã thống nhất lợi ích của mình với tất cả các thành viên góp vốn trong việc tối đa hóa hiệu quả. Ông phải tập trung vào rủi ro, để bảo vệ số vốn của chính mình, và phần thưởng, vừa để tăng số vốn ông có trong Công ty Hợp danh vừa để tạo ra các khoản phí. Buffett giống nhiều quỹ phòng hộ hiện nay ở điểm ông chắc chắn sẽ hưởng lợi nhiều nếu kết quả của ông tuyệt vời, nhưng điểm độc đáo là ông cũng quy định rõ rằng nếu kết quả của Hợp danh yếu kém, thì lợi ích của ông cũng sẽ "khốn cùng" không kém đâu.

Dự phòng thanh khoản

Buffett quy định rõ rằng các khoản góp vốn thêm và hoàn trả chỉ được thực hiện mỗi năm một lần, điều này buộc các nhà đầu tư phải quan sát hiệu quả của họ về mặt dài hạn. Tuy nhiên, các thành viên góp vốn có thể vay đến 20% số vốn của họ hay các khoản góp vốn thêm cuối năm để cấp vốn trước. Đối với đặc quyền này, Buffett thu phí hay trả 6% lãi suất mỗi năm tương ứng, cho phép các thành viên góp vốn được quyền tiếp cận quỹ trong trường hợp họ thực sự cần và bù đắp công bằng cho những ai muốn góp thêm vốn vào khoản đầu tư hiện tại của mình.

Dưới đây là phần giải thích của ông về đặc tính vay/cho vay ở mức 6% "không theo phong cách của Buffett" này.

Tại sao lại sẵn sàng trả 6% cho khoản tiền thanh toán trước trong khi chúng ta có thể vay từ ngân hàng thương mại với lãi suất thấp hơn nhiều? Chẳng hạn, trong 6 tháng đầu tiên, chúng ta đạt được một khoản vay ngân hàng tương đối lớn với kỳ hạn 6 tháng ở mức lãi suất 4%. Câu trả lời là chúng ta kỳ vọng nhận được hơn 6% về dài hạn (mức phân bổ của thành viên hợp danh là 0 nếu chúng ta không làm được như thế mặc dù việc chúng ta có đạt được con số

6% kia trong thời gian ngắn hay không chủ yếu phụ thuộc vào may mắn). Hơn nữa, tôi có thể áp dụng một thái độ mới vào việc đầu tư các khoản tiền mà được kỳ vọng sớm thành một phần trong vốn chủ sở hữu của chúng ta thay vì tôi dựa vào các khoản vay ngắn hạn. Các khoản thanh toán trước có lợi thế cho chúng ta khi giúp dàn trải khoản đầu tư khoản tiền mới trong năm, thay vì chỉ đầu tư một lần duy nhất vào tháng Một. Mặt khác, lãi suất 6% lớn hơn lợi suất các thành viên góp vốn của chúng ta có thể đạt được trong các khoản đầu tư đảm bảo bằng đồng đô la, nên tôi nghĩ hai bên sẽ cùng có lợi.

Qua phần bình luận và mô tả cấu trúc của Công ty Hợp danh, Buffett dạy các nhà đầu tư nhiều bài học quan trọng về cách để thống nhất động cơ của một nhà quản lý đầu tư với mục tiêu của các nhà đầu tư. Chúng ta có thể nhìn vào khoản phí quản lý, phí theo hiệu quả, xem chúng tham gia bao nhiêu vào trò chơi này, cũng như các khoản dự phòng thanh khoản để chúng ta tự đánh giá mình và lựa chọn nhà quản lý đầu tư có thể thống nhất với mục tiêu của chúng ta nhất.

Hơn nữa, quan sát thế giới qua lăng kính của động cơ là một công cụ có giá trị bất cứ khi nào bạn định cố gắng dự đoán bất kỳ kết quả nào liên quan tới con người. Các động cơ làm thế giới này quay tròn. Sẽ rất hữu ích khi suy nghĩ thấu đáo điều này và tìm kiếm các cách những người khác sẽ làm tốt còn bạn thì không, một dấu hiệu cảnh báo rõ ràng.

Nếu đang nghĩ tới việc đầu tư qua một nhà quản lý đầu tư chủ động, bạn có thể chắc chắn rằng hầu hết những người bán hàng sẽ không chỉ rõ những điều này cho bạn – bạn sẽ phải tự mình tìm hiểu. Một lần nữa, chúng ta thấy được sức mạnh của "siêu sức mạnh động cơ" của Munger và khó khăn trong việc "thuê người khác nghĩ thay bạn." Như Buffett từng nói, trong phần lớn trường hợp kết quả sẽ rất tệ hại. Tuy nhiên, tất cả những gì bạn có thể làm là tốt nhất rồi và nếu bạn định thuê một nhà quản lý đầu tư bên ngoài, hãy bắt đầu bằng việc so sánh với cấu trúc Công ty Hợp danh của Buffett và thành kiến động cơ nó dựa vào để tránh.

Thư gửi thành viên góp vốn: Nguyên văn bức thư năm 1960 về cấu trúc của BPL

NGÀY 22 THÁNG 7 NĂM 1961

Thân gửi các thành viên góp vốn của tôi:

Trước đây, các thành viên góp vốn đã nhận xét rằng bức thư mỗi năm một lần giống như "quãng thời gian dài giữa 2 ly rượu," và sẽ tốt hơn nếu nửa năm có 1 bức thư. Tìm được điều gì để nói 2 lần một năm cũng đâu khó khăn gì, nhưng ít nhất không phải năm nay. Vì vậy, bức thư này sẽ được tiếp tục trong các năm tới.

Trong nửa đầu năm 1961, mức tăng chung của Chỉ số Trung bình Công nghiệp Dow Jones là khoảng 13% tính cả cổ tức. Mặc dù đây là kiểu giai đoạn chúng ta sẽ gặp khó khăn nhất trong việc vượt qua tiêu chuẩn này, nhưng tất cả các thỏa thuận góp vốn hoạt động trong suốt 6 tháng qua đều đạt kết quả nhỉnh hơn Chỉ số Trung bình. Các thỏa thuận góp vốn được lập trong năm 1961 đạt kết quả bằng, không thì tốt hơn kết quả của Chỉ số Trung bình từ khi được hình thành, tùy thuộc chủ yếu vào thời gian chúng hoạt động.

Tuy nhiên, hãy để tôi nhấn mạnh hai điểm này. Đầu tiên, một năm là khoảng thời gian quá ngắn để đưa ra bất kỳ bình luận gì về hiệu quả đầu tư, và các kết quả đo lường dựa trên thời kỳ 6 tháng này thậm chí còn thiếu tin cậy hơn. Một yếu tố khiến tôi thấy miễn cưỡng khi phải viết thư nửa năm 1 lần là sợ rằng các thành viên góp vốn có thể bắt đầu nghĩ về hiệu quả đầu tư ngắn hạn – thứ mà dễ đánh lừa nhất. Tôi nghĩ thời kỳ 5 năm sẽ tốt hơn nhiều, tốt nhất là với các phép thử kết quả tương đối trong cả thị trường mạnh và yếu.

Điểm thứ hai tôi muốn mọi người hiểu là nếu chúng ta tiếp tục đầu tư trong thị trường tăng trưởng ở mức như nửa đầu năm 1961, tôi không chỉ nghi ngờ rằng chúng ta sẽ không thể vượt qua kết quả của Chỉ số Trung bình Công nghiệp Dow Jones, mà có thể hiệu quả

của chúng ta sẽ kém Chỉ số Trung bình.

Các cổ phần của chúng ta, mà tôi luôn tin là thận trọng hơn các danh mục đầu tư chung, sẽ tăng trưởng thận trọng hơn so với mức tăng chung của thị trường. Tôi luôn cố gắng đặt một phần danh mục của chúng ta vào các chứng khoán ít tách biệt khỏi hành vi của thị trường nhất, và phần này sẽ tăng theo mức tăng của thị trường. Dù kết quả có cực kỳ ngon lành với ngay cả một đầu bếp nghiệp dư (và có lẽ đặc biệt là kẻ nghiệp dư) thì chúng ta thấy rằng phần nhiều danh mục đầu tư của ta còn chưa đặt lên bếp.

Chúng ta cũng bắt đầu đạt được một giao ước lớn tiềm năng trên thị trường mở, thứ mà tôi, tất nhiên, hy vọng sẽ không hành xử theo chiều quay của thị trường trong ít nhất một năm tới. Giao ước như vậy có thể gây trở ngại cho hiệu quả ngắn hạn, nhưng nó sẽ hứa hẹn các kết quả vượt trội trong giai đoạn nhiều năm cùng với đặc tính phòng thủ đáng kể.

Tôi cũng đang nỗ lực để có thể hợp nhất toàn bộ các thành viên góp vốn vào cuối năm nay. Tôi đã nói chuyện với tất cả các thành viên góp vốn tham gia trong năm trước về mục tiêu này, và tôi cũng đã trình bày kế hoạch này với đại diện của các thành viên góp vốn đầu tiên.

Một số điều khoản sẽ như thế này:

A. Hợp nhất tất cả các thỏa thuận góp vốn, dựa trên giá trị thị trường vào cuối năm, cùng các khoản dự phòng để phân bổ hợp lý giữa các thành viên góp vốn về nghĩa vụ thuế trong tương lai phát sinh do khoản lợi nhuận chưa thực hiện vào cuối năm. Bản thân việc hợp nhất sẽ được miễn thuế, và sẽ không làm tăng tốc việc ghi nhận lợi nhuận;

B. Phân chia lợi nhuận giữa các thành viên góp vốn và thành viên hợp danh, với mức lợi suất đầu tiên 6% mỗi năm cho các thành viên góp vốn dựa trên giá trị thị trường của số vốn đầu kỳ, phần lãi còn lại, nếu có, được chia làm 4 phần, 1 phần cho thành viên hợp danh và 3 phần cho tất cả các thành viên góp vốn tùy theo tỷ lệ số vốn của họ. Bất kỳ khoản thiếu hụt trong lợi nhuận bên dưới mức 6% này sẽ được chuyển vào lợi nhuận trong tương lai, chứ không phải chuyển lùi lại. Hiện tại, có 3 thỏa thuận phân chia lợi nhuận mà các thành viên góp

vốn sắp tới có thể lựa chọn:

	MỨC DỰ PHÒNG LÃI	PHẦN DƯ CHO THÀNH VIÊN HỢP DANH	PHẦN DƯ CHO THÀNH VIÊN GÓP VỐN
(1)	6%	1/3	2/3
(2)	4%	1/4	3/4
(3)	0%	1/6	5/6

C. Trong trường hợp có lợi nhuận, thỏa thuận phân chia lợi nhuận mới rõ ràng có lợi cho các thành viên góp vốn hơn hai thỏa thuận đầu tiên. Về thỏa thuận thứ ba này, nó sẽ cao hơn cho đến khi lợi suất lên tới 18% mỗi năm; nhưng trên mức này, các thành viên góp vốn sẽ hưởng lợi nhiều hơn với thỏa thuận hiện tại. Khoảng 80% tổng tài sản từ thỏa thuận góp vốn đã lựa chọn hai thỏa thuận phân chia lợi nhuận đầu tiên, và tôi hy vọng, nếu mức trung bình của chúng ta cao hơn 18% mỗi năm, các thành viên góp vốn chọn thỏa thuận thứ ba này sẽ không cảm thấy bị đối xử thiếu công bằng trong thỏa thuận mới này.

D. Trong trường hợp thua lỗ, sẽ không có kết chuyển lỗ ngược đối với khoản tiền mà trước đó tôi được hưởng với tư cách thành viên hợp danh. Mặc dù sẽ có kết chuyển lỗ xuôi đối với các khoản lợi nhuận dư sau này. Tuy nhiên, tôi và vợ mình sẽ có khoản đầu tư lớn nhất trong thỏa thuận góp vốn mới này, có thể khoảng 1/6 tổng giá trị tài sản từ các thỏa thuận góp vốn, và do đó có rủi ro thua lỗ nhiều hơn bất kỳ thành viên góp vốn nào khác hay các nhóm gia đình, tôi sẽ đưa thêm một điều khoản vào thỏa thuận góp vốn này mà sẽ ngăn tôi hay gia đình tôi mua bất kỳ chứng khoán khả mại nào. Nói cách khác, thỏa thuận góp vốn mới này sẽ đại diện cho toàn bộ hoạt động đầu tư của tôi vào chứng khoán khả mại, sao cho kết quả đầu tư của tôi sẽ trực tiếp tỷ lệ thuận với kết quả của mọi người, tùy thuộc vào lợi thế tôi đạt được nếu chúng ta làm tốt hơn 6%;

E. Điều khoản đối với các khoản thanh toán hàng tháng ở mức 6% mỗi năm, dựa trên giá trị thị trường của số vốn đầu năm. Các thành viên góp vốn không muốn rút khoản tiền hiện tại có thể để chúng được tự động ghi thành khoản thanh toán trước, tính lãi 6%, để mua thêm cổ phần trong thỏa thuận góp vốn vào cuối năm. Điều này sẽ giải quyết được trở ngại đã tồn tại trong con đường hợp nhất

từ trước đến giờ, vì nhiều thành viên góp vốn thường xuyên rút tiền lãi còn những người khác lại muốn tái đầu tư chúng;

F. Quyền vay trong năm lên tới 20% giá trị lợi ích trong thỏa thuận góp vốn, ở mức 6%, khoản nợ đó sẽ được thanh lý vào cuối năm hay sớm hơn. Điều này sẽ làm tăng tính thanh khoản[(37)] cho một khoản đầu tư mà chỉ có thể được rút vốn vào cuối năm. Mục đích của điều này không phải là để tất cả mọi thứ, trừ các khoản quỹ tương đối dài hạn, đều được đầu tư trong công ty hợp danh này, và chúng ta không muốn biến nó thành một ngân hàng. Thay vào đó, tôi hy vọng điều khoản này sẽ tương đối ít được sử dụng, và chỉ có tác dụng đề phòng khi có điều gì bất ngờ xuất hiện mà khiến cho việc phải đợi tới tận cuối năm mới thanh lý một phần trong toàn bộ lợi ích trong thỏa thuận góp vốn sẽ khiến mọi người khốn khổ;

G. Thỏa thuận phân chia lợi nhuận, theo đó bất kỳ khoản điều chỉnh thuế tương đối nhỏ nào, được thực hiện trong các năm sau đối với lợi nhuận từ thỏa thuận góp vốn sẽ được tính trực tiếp cho tôi. Bằng cách này, chúng ta sẽ không phải đối mặt với rắc rối khi phải bảo 80 người, hay nhiều hơn, điều chỉnh lại lợi nhuận trước đó với khoản tương đối nhỏ. Một sự thay đổi nhỏ, như quyết định rằng cổ tức nhận được qua thỏa thuận góp vốn sẽ chiếm 63% lãi vốn thay vì 68%, có thể gây ra vô số công việc giấy tờ. Để ngăn chặn điều này, bất kỳ thay đổi về thuế nào ít hơn 1.000 đô la sẽ được tính trực tiếp cho tôi.

Chúng ta đã đệ trình thỏa thuận kiến nghị này lên Washington để phán quyết rằng việc hợp nhất được miễn thuế, và công ty hợp danh này sẽ được đối xử như một một công ty hợp danh theo luật thuế. Trong khi toàn bộ việc này tốn rất nhiều công sức, nhưng nó sẽ khiến mọi thứ sẽ đơn giản hơn nhiều trong tương lai. Mọi người có thể lưu bức thư này làm tài liệu tham khảo để đọc cùng với thỏa thuận mà các anh sẽ được nhận sau trong năm nay.

Mức đầu tư tối thiểu cho các thành viên góp vốn mới hiện là 25.000 đô la, nhưng, tất nhiên, điều này sẽ không áp dụng với các thành viên góp vốn hiện tại. Phương pháp hoạt động của chúng ta sẽ cho phép các thành viên góp vốn bổ sung hay rút bất kỳ khoản nào (bội số của 100 đô la) vào cuối năm. Tổng tài sản ước tính của công ty hợp danh này sẽ là gần 4 triệu đô la, điều này cho phép chúng ta cân nhắc các khoản đầu tư như khoản được nhắc tới trong phần trước

của bức thư này, điều mà đáng ra chúng ta phải thông qua từ nhiều năm trước.

Hóa ra những điều này nghe giống như một quá trình sản xuất hơn là bức thư hàng năm của tôi. Nếu mọi người còn câu hỏi nào, đặc biệt về những điều chưa rõ trong trình bày của tôi về thỏa thuận góp vốn mới này, hãy cho tôi biết. Nếu có quá nhiều câu hỏi, tôi sẽ viết một bức thư bổ sung cho tất cả các thành viên góp vốn nêu rõ câu hỏi được đưa ra và trả lời chúng.

Tóm lược

Một khi bạn bắt đầu nhìn thế giới qua lăng kính về động cơ, nhiều quyết định khó khăn sẽ trở nên đơn giản hơn nhiều. Khi chúng ta biết điều gì thúc đẩy mọi người, chúng ta sẽ biết khá nhiều về cách họ hành xử. Từ đó, các bài học từ cấu trúc Công ty Hợp danh này sẽ còn hơn cả việc dạy bạn cách tránh mắc sai lầm trong việc lựa chọn nhà quản lý đầu tư của mình, mặc dù chúng cũng làm quyết định đó đơn giản hơn.

Thời điểm chúng ta thực sự thấy động cơ trong công việc sẽ là khi chúng ta bắt đầu đánh giá doanh nghiệp và đặc biệt các nhà quản lý doanh nghiệp. Khi là các chủ sở hữu doanh nghiệp (cổ đông), chúng ta muốn biết động lực thúc đẩy những người sẽ quản lý tài sản của chúng ta. Ở đây, chúng ta đang nói về việc phân tích và lựa chọn cổ phiếu. Trong phần tiếp theo, chúng ta sẽ tìm hiểu ba phương pháp lựa chọn cổ phiếu chính mà Buffett đã thực hiện cho Công ty Hợp danh. Ông gọi ba phương pháp này là Tổng quát, Tính toán và Kiểm soát.

PHẦN II

CHƯƠNG 6
CỔ PHIẾU TỔNG QUÁT

"Chúng ta muốn ban quản lý tốt - muốn một ngành tạm ổn - cũng muốn một chút 'xáo động' nhất định trong nhóm cổ đông hay đội ngũ quản lý im lìm. Nhưng trên hết, chúng ta cần giá trị."

- NGÀY 18 THÁNG 1 NĂM 1964

Bạn xác định phong cách đầu tư của mình thế nào? Có bị thu hút bởi những cổ phiếu thực sự có giá trị không? Bạn muốn săn đuổi những loại rẻ nhất trong số những loại rẻ, bất chấp chất lượng hay cơ sở nền tảng hiện tại của doanh nghiệp mà cổ phiếu đại diện, với viễn cảnh tin rằng mình sẽ được bảo vệ bằng một giá mua hấp dẫn, khai thác sức mạnh của giá cổ phiếu đảo ngược về giá trị trung bình[(38)] theo hướng có lợi cho bạn? Đây là một trong những phương pháp đầu tư chính của Graham và cho tới ngày nay vẫn tiếp tục định hình cách nhiều nhà đầu tư tài giỏi đưa ra các quyết định của mình.

Hoặc, bạn có thể muốn tìm kiếm các doanh nghiệp lớn hơn, tỉ suất sinh lời cao, những doanh nghiệp nhượng quyền được bảo hộ tốt mà có thể áp dụng lãi kép ở tỉ suất trên mức trung bình trong một khoảng thời gian dài, các công ty mà bằng cách nào đó bỏ xa các đối thủ cạnh tranh. Một lượng lớn các nhà đầu tư ngày nay dành phần lớn thời gian nghiên cứu theo hướng này, tìm kiếm những doanh nghiệp tốt ở mức giá vừa phải.

Cũng có thể bạn đầu tư tốt nhất khi tìm tiếm ở thế giới các công ty vốn hóa nhỏ, những công ty mà các nhà đầu tư tổ chức không thể chạm tới, hoặc cũng có thể, bạn có xu hướng theo đuổi những cổ

phiếu có giá trị nhất trong số các công ty vốn hóa lớn và vừa, được biết đến nhiều, và có thể thấy ngay trong tầm mắt. Có thể bạn muốn tự mình tìm kiếm những cơ hội "chưa được khám phá", hay thường chờ đợi các nhà đầu tư nổi tiếng và có chuyên môn làm việc trước, sau đó "theo đuôi" thành công của họ. Thậm chí có thể bạn muốn gây ảnh hưởng tới đội ngũ quản lý doanh nghiệp bằng cách thu gom lượng lớn cổ phiếu đang lưu hành của công ty đó. Với các công ty vốn hóa nhỏ, những phương án như vậy khá mở đối với nhà đầu tư cá nhân.

Những cách nào trên đây có thể được coi là phong cách đầu tư của Buffett trong những năm làm việc tại Công ty Hợp danh khi hoạt động với số vốn đầu tư hạn hẹp? Câu trả lời chính là tất cả các phương án trên. Và bạn cũng có thể như vậy. Hoàn toàn không nhất thiết phải phân mình vào loại riêng biệt cụ thể nào cả. Tuy nhiên, bạn sẽ cần tìm hiểu xem điều gì sẽ hiệu quả và không hiệu quả với bạn. Bạn có thể có khả năng hoặc có chiều hướng làm việc theo một trong số định hướng ở trên mà không phải các hướng khác. Không có câu trả lời tuyệt đối nào cả. Không nhất thiết cách thức của người này tốt hơn người kia, mặc dù một số cách thức hiệu quả hơn *với bạn hơn là đối với người khác*. Một khi hiểu được bản thân, bạn có thể đón nhận bất cứ cơ hội nào.

Bằng cách theo dấu sự đa dạng trong phong cách đầu tư của Buffett và tìm hiểu tại sao ông chuyển dời sự tập trung từ cách thức hướng tới giá trị của Graham sang hứng thú nhiều hơn đến chất lượng, chúng ta có thể nắm bắt và sử dụng các phương thức tốt nhất cho mình trong những nỗ lực đầu tư. Bắt đầu với "cổ phiếu Tổng quát" (Generals), hay nói cách khác là những cổ phiếu thường bị đánh giá thấp hơn so với giá trị, bởi vì vẫn còn tồn tại những khoản đầu tư cổ phiếu mang tính điển hình cho đầu tư giá trị.

Với Buffett, các cổ phiếu tổng quát là tối mật, là danh mục đầu tư tập trung dày đặc các cổ phiếu thường được đánh giá thấp đem đến phần lớn lợi nhuận của Công ty Hợp danh. Buffett là người thợ thủ công tài hoa trong nghệ thuật chọn mua cổ phiếu và đây là địa hạt chính yếu ông áp dụng tài năng của mình. Không một cổ phiếu tổng quát nào từng được nêu tên cụ thể, trừ một ngoại lệ, Commonwealth Trust Company mà Buffett công bố thông tin chỉ sau khi hoạt động đầu tư đã hoàn thành và Công ty Hợp danh không còn nắm giữ cổ phiếu này. Ông công bố nhằm mục đích minh họa loại cổ phiếu mình

sẽ mua trong hạng mục này. Ngoài ví dụ này ra, các khoản đầu tư riêng lẻ luôn được coi là bí mật kinh doanh.

Sử dụng Sổ tay hướng dẫn của Moody[(39)] và các nguồn dữ liệu thống kê chính yếu khác, Buffett rà soát thị trường để tìm kiếm những cổ phiếu được giao dịch ở mức giá đáy. Thường thường, đây là cổ phiếu của các công ty nhỏ, không mấy tiếng tăm và chẳng được ai chú ý đến, được giao dịch dưới trị giá thanh khoản. Đặc biệt trong những năm đầu thành lập, Công ty Hợp danh đủ nhỏ để không bị gò bó, cho phép công ty vận dụng chiến lược đầu tư tự do, có thể làm bất kỳ điều gì, tương tự như các nhà đầu tư cá nhân ngày nay. Khi Công ty Hợp danh lớn mạnh, dần dần ít có khả năng đầu tư vào các công ty nhỏ hơn, và khi BPL trở nên quá lớn, kể cả khi có thể thu mua một lượng lớn cổ phiếu đang lưu hành của các công ty này, đồng vốn bỏ ra đầu tư quá nhỏ để thay đổi kết quả tổng quan của cả Công ty.

Tuy vậy, bất kể quy mô, tất cả các nhà đầu tư có thể đi theo con đường của Buffett và đổ tiền đầu tư vào khi tìm thấy bất kỳ một ý tưởng nào thực sự tốt, đáp ứng được các yêu cầu của ta. Trong suốt những năm hoạt động trong Công ty Hợp danh, Buffett đặc biệt dành riêng 5-10% tổng tài sản của mình vào năm hoặc sáu cổ phiếu Tổng quát và 10-15% cho các nhóm khác nhỏ hơn. Tập trung vào những ý tưởng tốt nhất là yếu tố chủ chốt trong thành công của ông. Ta thấy ông luôn giữ tâm niệm này đến tận năm 1965 khi sửa đổi các Quy tắc cơ bản để dành ra 40% trong danh mục đầu tư vào chỉ riêng mục cổ phiếu Tổng quát.

Tôi muốn gợi nhớ lại cho bạn những bài học từ Phần I về trọng tâm chính của nhà đầu tư nên đặt vào việc phân tích và đánh giá doanh nghiệp chính xác, chứ không phải đặt ở thời điểm khi việc kinh doanh sẽ sinh lời. Rất nhiều cổ phiếu Tổng quát vẫn ở nguyên trong danh mục đầu tư hàng năm trời. Khi Công ty Hợp danh lớn mạnh dần và thu hút thêm nhiều khoản đầu tư bổ sung, Buffett sẽ thêm khoản đó vào các cổ phiếu hiện có mà giá vẫn hấp dẫn. Buffett tin vào phương pháp của mình tới mức ông không hề bị ảnh hưởng bởi những biến động thường ngày của thị trường; ông tin rằng không sớm thì muộn, thị trường cũng sẽ đền đáp cho những nỗ lực phân tích và đánh giá của ông.

Với một danh mục các cổ phiếu giá trị, nhiều nhà đầu tư sẽ kỳ vọng rằng, một vài trong số chúng sẽ "đơm hoa kết trái" – tăng giá

nhanh hơn thị trường chung – trong khi một số cổ phiếu khác có thể bỏ rớt hoặc thậm chí giảm giá trị. Irving Kahn, cùng thời với Buffett và từng là trợ giảng của Graham, đưa ra một so sánh tuyệt vời cho việc này. Ông cho rằng danh mục đầu tư giống như vườn cây ăn quả. Ta không thể chờ một số loại cây sai quả nhất định. Mỗi loại sẽ chín theo cách của nó, đặc biệt theo một quy luật không biết trước được. Mặc dù vậy, xét một cách tổng thế, một danh mục đầu tư với các cổ phiếu Tổng quát được lựa chọn đúng đắn sẽ có triển vọng tốt vượt thị trường qua thời gian. Với Công ty Hợp danh, Buffett kỳ vọng sẽ vượt thị trường 10%.

Đôi khi những cổ phiếu này đem lại thành quả rất nhanh; nhưng nhiều khi mất tới hàng năm trời. Khi mua vào, thật khó để biết cụ thể tại sao giá sẽ tăng. Tuy nhiên, chính vì sự thiếu hào quang hay bất kỳ điều gì có khả năng tạo nên hành vi thị trường thuận lợi ngay lập tức, nên chúng được sẵn bán ở giá vô cùng rẻ. Với mức tiền bỏ ra có thể thu về rất nhiều giá trị. Mức vượt giá trị đáng kể này tạo nên một ngưỡng biên an toàn thoải mái trong mỗi giao dịch. Chỉ riêng mức biên an toàn này, cùng với sự đa dạng hóa các cam kết tạo nên một gói kiện đầy tiềm năng an toàn và giá tăng. Qua nhiều năm, thời điểm mua vào sẽ dần tốt hơn nhiều so với thời điểm bán. Chúng ta không đầu tư vào cổ phiếu Tổng quát chỉ để vớt vát vài đồng năm xu sót lại, mà thường để có thể hài lòng bán ra ở một ngưỡng trung bình nào đó giữa giá mua và giá mà ta coi là hợp lý đối với một người sở hữu tư nhân.

Nhiều cổ phiếu Tổng quát được thu mua ở giá giảm sâu so với giá trị nội tại được định giá theo phương pháp sở hữu tư nhân – tức mức giá mà người mua tư nhân với đầy đủ thông tin sẽ trả cho toàn bộ công ty. Đây thường là các công ty nhỏ hơn, mà khi giá cổ phiếu không đổi trong thời gian đủ dài, Buffett sẽ thu mua một lượng cổ phần lớn đủ để có tiếng nói trong cách vận hành công ty. Và thực tế, ông sẵn sàng trở thành "một người mua tư nhân có đầy đủ thông tin". Qua quá trình này, nhiều công ty lúc ban đầu là cổ phiếu Tổng quát nhưng sau này trở thành các khoản đầu tư Kiểm soát của Công ty Hợp danh, và vì thế trở thành một hạng mục đầu tư riêng biệt mà chúng ta sẽ tìm hiểu sau trong phần này.

Thường thường, các chủ sở hữu tư nhân khác – các bên thứ ba chứ không phải Buffett – sẽ mua cổ phiếu của Công ty Hợp danh trong hạng mục cổ phiếu Tổng quát để chiếm quyền kiểm soát. Điều

này khiến phương pháp sở hữu tư nhân trở thành phương pháp đầu tư ít rủi ro hơn vì hoặc cổ phiếu tự tăng giá, hoặc Buffett (hoặc bên thứ ba nào đó) sẽ mua đủ số cổ phiếu để ít nhất có ảnh hưởng hoặc đôi khi là nắm toàn bộ quyền điều hành công ty. Điều này đặc biệt dẫn tới việc công ty phải làm mọi biện pháp cần thiết để thu về được những giá trị vốn có trong việc kinh doanh của mình. Chừng nào phân tích của ông còn đúng và giá trị vẫn còn đó, khả năng tổn thất vĩnh viễn trong các loại đầu tư này là tối thiểu.

Về sau, Buffett mở rộng phương pháp sở hữu tư nhân bằng cách chọn lọc các cổ phiếu Tổng quát và bắt đầu thu mua cổ phiếu của các công ty mà ông cho rằng quá lớn cho chỉ một người sở hữu tư nhân thu mua, nhưng vẫn bị định giá thấp so với các công ty tương tự đang giao dịch. Để phân biệt nhóm cổ phiếu này, ông chia nhỏ hạng mục cổ phiếu Tổng quát. Các loại cổ phiếu Tổng quát chúng ta bàn luận cho tới thời điểm này được gọi là “Cổ phiếu Tổng quát – Sở hữu tư nhân” và hạng mục mới là “Cổ phiếu Tổng quát – Định giá tương đối thấp.”

Phương pháp đầu tư mới này có chút rủi ro hơn, bởi chẳng có tiềm năng gì cho Công ty Hợp danh của Buffett hay những người sở hữu tư nhân khác nắm quyền điều hành những công ty này cả; Buffett giảm thiểu các rủi ro đó bằng cách mua bán đặt rào (để bảo vệ thu nhập khi có sự tăng giá trong tương lai), nghĩa là khi mua một, ông sẽ bán khống[(40)] các cổ phiếu đắt hơn của các công ty tương đương. Ví dụ, bằng cách mua cổ phiếu giao dịch ở mức gấp mười lần lợi nhuận, đồng thời bán khống cổ phiếu một công ty tương tự giao dịch ở mức gấp hai mươi lần lợi nhuận, Buffert giảm thiểu rủi ro cho việc trả giá quá mức cho công ty mà ông thích, bởi nếu nó giảm xuống, ví dụ khoảng 8 lần, có thể kỳ vọng cổ phiếu công ty mà ông bán khống (ở mức gấp 20 lần) giảm sâu hơn nữa.

Cả hai hạng mục của cổ phiếu Tổng quát đều nhạy cảm với chu kỳ thị trường hơn cổ phiếu Tính toán[(41)] (Workouts) và cổ phiếu Kiểm soát[(42)] (Controls). Như Buffett đã nói:

Không phải cứ cái gì rẻ thì cũng sẽ không giảm giá. Trong sự vận động theo chiều hướng đi xuống đột ngột của thị trường, phân đoạn thị trường này cũng có thể giảm không kém gì chỉ số Dow. Qua thời gian vài năm, tôi tin rằng các cổ phiếu Tổng quát sẽ tăng trưởng vượt thị trường, và trong những năm tăng mạnh... đây là

phần trong danh mục đầu tư đem đến hiệu quả đầu tư tốt nhất cho chúng ta. Đương nhiên, cũng là phần chịu thiệt hại nhiều nhất trong trường hợp thị trường đi xuống.

Bởi thị trường có xu hướng đi lên theo thời gian, đây không phải một bước lùi về mặt lâu dài, nhưng nó có thể tác động tới các chỉ số hoạt động kinh doanh qua các năm. Nếu Công ty Hợp danh chỉ đầu tư vào cổ phiếu Tổng quát, báo cáo hàng năm sẽ không bao giờ được ổn định như vậy.

Các phương pháp quan trọng trong việc đầu tư vào cổ phiếu Tổng quát nằm ở việc làm tốt công tác đánh giá và làm việc đó một cách liên tục. Có một số cách khác nhau để ước tính giá trị nội tại của cổ phiếu, chủ yếu đều rút ra từ bản thẩm định của (1) giá trị tài sản công ty hoặc (2) khả năng sinh lời của công ty. Mỗi phương pháp, dù đánh giá dựa trên cơ sở tài sản hay cơ sở lợi nhuận, đều có thể hữu ích ở nhiều thời điểm khác nhau và thực tế mà nói chúng đều có mối liên hệ với nhau; giá trị của bất kỳ tài sản nào cũng luôn gắn liền với khả năng sinh lời của nó. Tuy nhiên, tùy thuộc vào từng trường hợp mà phương án này có thể đặc biệt thiết thực hơn phương án kia.

Mức lợi nhuận ở thời điểm hiện tại trong mối tương quan với tài sản của bất kỳ doanh nghiệp nào đều có thể hướng bạn theo những lựa chọn đúng đắn; thường thì cả hai phương pháp dựa trên lợi nhuận và tài sản đều có thể sử dụng để kiểm tra chéo lẫn nhau. Những bức thư cho thấy những ví dụ mà Buffett dùng theo cả hai cách.

Có vài trường hợp, Buffet mua cổ phiếu những công ty không có lợi nhuận khả quan nhưng sở hữu những tài sản có giá trị. Khi một công ty đang hoạt động kém, chỉ sinh lời tạm đủ so với giá trị tài sản của nó, phương pháp dựa trên giá trị thanh khoản, ước tính lợi nhuận thu về khi bán lại hoặc đấu giá tài sản, có thể là lựa chọn tốt nhất. Graham nổi tiếng nhất với phương pháp này. Ông rất phấn khích khi bắt gặp các cổ phiếu siêu rẻ của công ty với tài sản lưu động có tính thanh khoản (tài sản ở đây là tiền gửi ngân hàng, hàng tồn kho chưa bán hoặc các khoản phải thu) mà khi tính tổng thể, kể cả sau khi đã trừ hết nợ, giá trị vẫn lớn hơn giá trị thị trường của công ty. Chúng ta có thể thấy Buffett cũng dùng phương pháp này, đặc biệt trong những năm đầu sự nghiệp.

Trong các trường hợp khác khi lợi nhuận của công ty đó vẫn ổn, Buffett sử dụng phương pháp đánh giá dựa trên lợi nhuận. Đây là cách dành cho những trường hợp khi việc kinh doanh của công ty được kỳ vọng vẫn tiếp tục diễn biến như tình hình hiện tại. Đó là một ước tính khá đơn giản về giá trị hiện tại của tất cả lợi nhuận kỳ vọng trong tương lai.

Như đã đề cập đến ở phần trước, Commonwealth Trust tại thành phố Union, New Jersey, là cổ phiếu Tổng quát đầu tiên và cũng là duy nhất được nêu trong các bức thư của Buffet, cho ta cái nhìn qua vào các phương pháp đánh giá của ông. Ông định giá giá trị công ty theo phương pháp dựa trên lợi nhuận. Commonwealth thu lời khoảng 10 đô la một cổ phiếu mà theo ông thấy là có khả năng hồi phục nhanh và tăng trưởng tốt. Theo ông miêu tả, ông coi giá trị nội tại của khoản lời đó là 125 đô la[43] một cổ phiếu và kỳ vọng rằng giá trị đó sẽ tăng dần theo thời gian. Vậy thì sẽ chẳng có gì đáng ngạc nhiên, rằng khi cổ phiếu đang ở mức giá 50 đô la, ông đầu tư 10-20% vốn của các thỏa thuận góp vốn năm 1957 vào đó. Vào năm 1958, ông bán ra ở mức 80 đô la và chuyển sang loại cổ phiếu mà ông hứng thú hơn.

Bạn có thể rút ra được những bài học sâu sắc về đầu tư bằng cách nghiên cứu kỹ lưỡng ví dụ cổ phiếu Tổng quát của Buffett. Ông luôn không ngừng định giá các cổ phiếu nhiều nhất có thể, tìm kiếm những cổ phiếu mà ông cho rằng mình đủ khả năng để hiểu về doanh nghiệp và rồi ước lượng giá trị của nó. Với một trí nhớ phi thường và nhiều năm nghiên cứu miệt mài, ông xây dựng một ngân hàng trí nhớ rộng lớn với đầy những bản thẩm định và ý kiến đánh giá về một lượng khổng lồ các công ty. Rồi, khi Ngài thị trường chào mời một cổ phiếu nào đó ở mức chiết khấu đủ hấp dẫn so với giá trị đã được định giá, ông mua vào; thường tập trung mạnh vào nhóm những cổ phiếu thu hút nhất. Công trình định giá tốt và một tâm lý ổn định luôn là hai trụ cột trong thành công của một nhà đầu tư như ông.

Buffett là một người mua có tính kỷ luật cao, đặc biệt trong những năm đầu tiên. Nhiều khi, cổ phiếu mà ông đã định mua tăng giá trước khi ông có thể mua đủ số lượng mong muốn. Nhiều lần ông đã tiếc hoài những cơ hội đã mất, nhiều lần nhấn mạnh rằng dù các thành viên góp vốn có thể hài lòng với những con số hoạt động kinh doanh ngắn hạn trong tương lai gần mà những trường hợp “phụ trội” tạo ra, ông cho rằng nếu những cổ phiếu này không tăng giá quá nhanh đến vậy, ông đã có thể thu mua nhiều hơn và kết quả cuối cùng

cho Công ty Hợp danh đã tốt hơn nhiều. Chuyện xảy ra vào năm 1966:

Trong khi bất kỳ khoản lời nào cũng có vẻ đặc biệt tốt trong bối cảnh thị trường phát triển mạnh mẽ vào năm 1966, mọi người có thể chắc rằng tôi không lấy gì làm vui khi làm chuyện bé xé ra to. Chuyện bé, đương nhiên, đã được phản ánh trong kết quả đầu tư năm 1966. Tuy nhiên, đứng ở góc độ dài hạn, chúng ta sẽ được lợi hơn nhiều nếu kết quả thấp hơn năm phần trăm và tiếp tục mua vào lượng lớn các cổ phiếu ở mức giá giảm hẳn mà được kỳ vọng sẽ chiếm ưu thế trong bối cảnh thị trường năm nay.

Lý do cổ phiếu Tổng quát hiệu quả

Vào ngày 17 tháng 5 năm 1984, nhân dịp kỷ niệm lần thứ 50 lần đầu tiên xuất bản cuốn *Phân tích chứng khoán*, trong một bài diễn thuyết tại hội thảo, có tiêu đề "Các nhà đầu tư siêu sao trong thị trấn của Graham và Dodd" (The Super Investors of Grahamand Doddsville), Buffett đã giải thích lý do tại sao đầu tư giá trị lại đem đến hiệu quả. Các "nhà đầu tư siêu sao" ông xác định là một nhóm khá nhỏ các học trò và môn đệ của Graham, bao gồm cả chính ông cùng Charlie Munger, người có một lịch sử lâu dài đầu tư vào loại cổ phiếu Tổng quát. Với Buffett, hiệu suất vượt bậc tập thể của nhóm thành viên này đã chứng minh tính hiệu quả của phương pháp đầu tư dựa trên giá trị và cũng cho thấy một lỗ hổng lớn trong thuyết thị trường hiệu quả.

Buffett khuyến khích người nghe tưởng tượng về giả thuyết mười người chung cuộc trong cuộc thi tung đồng xu cấp quốc gia đều đến từ cùng một thị trấn khó có khả năng xảy ra tới mức nào. Nếu thành công trong đầu tư tất cả chỉ là may mắn và ngẫu nhiên (như thuyết thị trường hiệu quả đưa ra) – cũng như tung đồng xu – thì tại sao những người giỏi nhất quốc gia đến từ cùng một thị trấn, thị trấn của Graham và Dodds, nơi tất cả mọi người sử dụng cùng một phương pháp? Kết quả thành công lớn của các nhà đầu tư siêu sao đến từ thị trấn của Graham và Dodd thể hiện sự ngớ ngẩn trong số liệu thống kê trong khuôn khổ thuyết thị trường hiệu quả, lý thuyết mà dự đoán các nhà đầu tư thành công phân bổ ngẫu nhiên khắp đất nước.

Sau khi đưa ra các kết quả xuất sắc của nhóm dị thường này, Buffett giải thích phương pháp thống nhất mà khá quen thuộc của họ:

Mặc dù họ có những khác biệt rất lớn trong phong cách đầu tư, các nhà đầu tư này, về mặt tư duy, luôn luôn mua doanh nghiệp, chứ không phải mua cổ phiếu *(Buffett nhấn mạnh)... Thái độ của họ, dù mua cả hay chỉ một phần nhỏ của một doanh nghiệp, đều luôn như nhau. Một vài trong số các nhà đầu tư này nắm giữ trong tay danh mục đầu tư với hàng tá cổ phiếu; một số những người khác lại tập trung vào chỉ một số cổ phiếu mà thôi. Nhưng tất cả đều khai thác được chênh lệch giữa giá thị trường và giá trị nội tại của một doanh nghiệp.*

Phương pháp giá trị của các nhà đầu tư này rất khác biệt theo một cách trọng yếu. Thường khi một ý tưởng hoặc một hệ thống giao dịch xây dựng trên nền tảng các quy tắc được giới thiệu và được chứng minh có hiệu quả, những người tham gia thị trường bắt chước theo, và bằng cách đó, lợi nhuận vượt quá có được từ ý tưởng mới đó "đi mất". Tuy đơn giản chỉ là mua cổ phiếu rẻ, nhưng nó đã trở thành một chiến lược có hiệu quả rõ rệt, bất kể tính hiệu quả của nó đã được ghi vào sách vở hàng thập kỷ rồi. Buffett kết luận bài phát biểu nổi tiếng của mình với phần trình bày về điều dị thường này:

Tôi chỉ có thể nói với các bạn rằng, bí mật này đã được tiết lộ 50 năm rồi, kể từ khi Ben Graham và David Dodd viết cuốn Phân tích chứng khoán, vậy mà tôi vẫn chưa thấy xu hướng đầu tư giá trị xuất hiện trong 35 năm hành nghề của mình. Có vẻ như đó là một trong những tính cách được gìn giữ bao lâu nay của con người, thích làm những điều dễ dàng trở nên phức tạp. Trong thế giới học thuật 30 năm qua, nếu có gì đó thì cũng đã tuột khỏi việc dạy đầu tư giá trị mất rồi. Và rất có khả năng vẫn tiếp tục như vậy. Những con thuyền vẫn rong buồm vòng quanh thế giới, nhưng Hội Trái đất Phẳng[44] *thì vẫn còn phát triển mạnh mẽ. Sẽ vẫn còn sự chênh lệch lớn giữa giá cả và giá trị trên thị trường, và những người biết đọc Graham & Dodd sẽ còn tiếp tục phát đạt.*

Và rồi cả hội trường vỡ òa... Bản đầy đủ của bài phát biểu này có trên trang web của Columbia.

Phương pháp giá trị

Graham, trong một bức thư gửi nhà đầu tư của Graham-Newman năm 1946 mà Buffett chắc chắn đã đọc, nói về công ty đầu tư của mình tập trung chủ yếu vào việc mua "chứng khoán với mức giá dưới giá trị nội tại, được xác định bởi phân tích kỹ lưỡng, nhấn mạnh đặc biệt vào việc mua chứng khoán với mức giá thấp hơn giá trị thanh khoản." Nguồn gốc của phương pháp này gắn với lịch sử của người tạo ra nó.

Thị trường chứng khoán sụp đổ vào năm 1929 khiến thầy của Buffett trắng tay; chính mẹ của Benjamin Graham cũng thảm hại vì vụ thị trường sụp đổ trước đó. Nên chẳng mấy ngạc nhiên khi Graham tập trung vào tài sản ròng hữu hình và giá trị thanh khoản để đảm bảo một phương án lùi quan trọng, hạn chế rủi ro tổn thất vĩnh viễn trong một vụ đầu tư.

Bởi tập trung chủ yếu của Graham là không để thua lỗ, Graham muốn "nhìn xuống trước khi nhìn lên." Ông thích thú với việc thu mua lại các công ty mà có thể (trong trường hợp cần thiết) bị đóng cửa, khi mà tất cả tài sản có thể bị bán đi, tất cả nợ và nghĩa vụ nợ thanh toán hết, và sau khi mọi việc đó đã hoàn tất, vẫn còn một lượng dôi ra như là lợi nhuận trên mức giá thị trường. Theo nghĩa đen mà nói những công ty này "chết" đi còn có giá trị hơn (tính theo giá trị thanh khoản) hơn là "còn sống" (với tư cách doanh nghiệp liên tục hoạt động). Không nhiều công ty thực sự bị thanh lý đến vậy, mặc dù đôi khi có – ý chính là cổ phiếu cũng có giá trị kể cả khi thanh lý. Hệ thống của Graham không chỉ đem đến mức lợi nhuận tốt, mà còn đảm bảo ông sẽ không bao giờ phá sản.

Buffett cũng mua những loại cổ phiếu này cho Công ty Hợp danh, ông gọi tắt là "net-net"[(45)]. Trong những trường hợp như vậy, ông thường thấy sự kết hợp của lượng lớn tiền gửi, chứng khoán trong ngân hàng, các khoản phải thu thương mại đến hạn hay hàng tồn kho có thể bán được. Giá trị thanh khoản gộp chung của chỉ riêng tất cả những tài sản này, trừ đi nghĩa vụ nợ của công ty – những gì còn lại vẫn đáng giá hơn giá thị trường của công ty, vậy nên ông đã giữ cho mình một biên an toàn lớn.

Những người mua cổ phiếu như Graham và Buffett (và người đã

một thời nổi tiếng Ned “Net-Quick” Evans[(46)], người mà tên được biết đến trong thời đại của mình nhiều như Buffett của ngày nay vậy) chính là đã làm nên tên tuổi của mình bằng cách đầu tư vào những trường hợp như vậy. Dù họ lựa chọn đóng cửa doanh nghiệp ở một mức lời nhất định hay để doanh nghiệp tự phục hồi, họ vẫn thường mua với giá dưới giá trị thanh khoản, nghĩa là mua không giá trị căn bản thực sự của doanh nghiệp hoặc thậm chí mua với giá *âm*.

Hãy nghĩ về điều đó. Lấy một ví dụ đơn giản về một công ty với giá trị thị trường 45 đô la và không có nợ, tiền và chứng khoán tại ngân hàng giá trị 65 đô la. Cách duy nhất biện minh cho giá trị thị trường là việc kinh doanh nền tảng của công ty được kỳ vọng sinh lời lớn hoặc một loạt tổn thất dài sẽ xảy ra trong tương lai. Còn cách nào khác nữa để doanh nghiệp có giá trị hiện tại âm 20 đô la? Nếu doanh nghiệp đơn giản là thanh lý, thì người mua ở mức 45 đô la có thể nhận đủ số tiền 65 đô la giá trị tiền mặt và chứng khoán, thu về lợi nhuận 45% (20 đô la), trước khi tính cả các tài sản khác cũng như chi phí đóng cửa kinh doanh.

Đương nhiên, nếu doanh nghiệp đang làm ăn thua lỗ, và dự kiến sẽ tiếp tục như vậy mãi, sau cùng nó sẽ dần xóa bỏ bất kỳ lượng thặng dư nào có. Trong những trường hợp đó, cần phải có cách để giữ được giá trị, qua khuyến khích hành động quản lý hay qua các hành động của cổ đông. Sau cùng, những cổ đông – những người sở hữu doanh nghiệp – là những người có tiếng nói quyết định. Họ là những người lựa chọn hội đồng quản trị, những người sẽ sau đó thuê đội ngũ quản lý và đề ra các chiến lược.

Như Buffett miêu tả, cổ phiếu Tổng quát cũng đem đến tiềm năng cho việc nắm giữ đa số cổ phần, đồng nghĩa với tình hình “’hai dây cung trên một cây cung’, khi mà chúng ta hoặc có thể thu được lãi khi giá tăng nhờ các yếu tố bên ngoài, hoặc nhờ sự thu mua thế kiểm soát trong doanh nghiệp với mức giá hời. Trong khi phương án đầu tiên xảy ra ở hầu hết các trường hợp, phương án sau cho thấy một hợp đồng bảo hiểm mà hầu hết các hoạt động đầu tư không có.” Nói cách khác, Buffett sẵn sàng làm những việc cần thiết để thu về giá trị trong các khoản đầu tư net-net của ông nếu cần thiết. Vào những năm 1980, cách thức này được gọi là “thâu tóm doanh nghiệp,” nhưng giờ được nhắc đến cái tên tích cực hơn là “chủ nghĩa hoạt động”. Buffett sẵn sàng đảm nhiệm vị trí quản lý nếu đó là việc cần thiết phải làm để tạo nên giá trị.

Nhưng ông sẽ không làm thế khi ông nhận thấy những người khác đang đại diện cho các cổ đông quản lý công ty, và ông có thể "ăn theo" họ. Đầu tư song song với họ nhưng không tham gia trực tiếp vào hoạt động được gọi là "theo đuôi." Bất kỳ ai cũng có thể làm được. Mua chứng khoán ngay khi một nhà hoạt động[47] nào đó nộp Phụ lục 13D[48], một chứng từ chính thức của Ủy ban Chứng khoán và Sàn giao dịch cho thấy ý định của nhà đầu tư trong việc tác động tới các quyết định của công ty, là một chiến lược mà dần qua thời gian sẽ vượt tăng trưởng đáng kể so với thị trường.

Ngày nay cổ phiếu Tổng quát siêu rẻ được truyền cảm hứng bởi Graham có xu hướng xuất hiện dưới dạng những cổ phiếu nhỏ lẻ và ít tiếng tăm hơn. Chúng thường không được xuất hiện ở những sàn giao dịch lớn và giá của chúng thường chỉ được công bố theo định kỳ, trái với các chứng khoán nóng hổi được theo sát trên các tạp chí hàng ngày. Thường, những công ty này còn chẳng được các nhà nghiên cứu Phố Wall để mắt tới. Buffett và cộng sự của mình phải đi săn tìm các công ty đó – và họ đã yêu thích cuộc săn đuổi này biết bao.

Đây quả là một mảnh đất màu mỡ cho các nhà đầu tư nhỏ, các nhà đầu tư khởi nghiệp. Đầu tiên, hãy tự mình làm quen với tất cả các cổ phiếu net-net trên thị trường. Mặc dù Buffett phải lật từng trang cuốn Sổ tay hướng dẫn của Moody, vẫn có rất nhiều các công cụ tìm kiếm sàng lọc cổ phiếu miễn phí trên các trang web để giúp bạn bắt đầu. Và khi thực hiện, gạch bỏ khỏi danh sách những cổ phiếu khi bạn thấy một yếu tố không đạt, như là nợ tiềm ẩn hoặc một vụ kiện nào đó khiến cổ phiếu trông có vẻ "net-net" nhưng lại không phải vậy.

Một cảnh báo: Khả năng có người mang đến những cơ hội đầu tư này cho bạn là gần như không thể; bạn phải tự tìm kiếm lấy cho mình. Luôn giữ một cái đầu đặc biệt nghi hoặc về những người chào bán cổ phiếu các loại này trên thị trường. Nếu bạn thấy mình đang được "chào mời" về một loại cổ phiếu này, đầu tiên hãy ôm lấy ví và chạy!

Một ví dụ hiện tại về trường hợp net-net là Tập đoàn Bất động sản Nam Tai, một công ty vốn hóa nhỏ, tổ chức khép kín niêm yết tại Mỹ (mã cổ phiếu: NTP) mà đã chuyển đổi từ kinh doanh sản xuất linh kiện điện tử sang phát triển bất động sản tại Trung Quốc. Tổng giá trị thị trường của công ty ở thời điểm hiện tại là khoảng 219 triệu đô la, hay 5,52 đô la mỗi cổ phiếu trong số 39,62 triệu cổ phiếu đang lưu

hành. Với 250 triệu đô la, hoặc 6,15 đô la tiền mặt trong ngân hàng trên mỗi cổ phiếu, một nhà đầu tư ngày nay có thể mua những tờ đô la trong ngân hàng của Nam Tai với giá 90 xu một tờ và đồng thời có được cả các tài sản khác của công ty, hầu hết là các bất động sản ở Trung Quốc mà tôi tin có giá trị lớn, hoàn toàn miễn phí.

Giá cổ phiếu siêu rẻ của Nam Tai gần như là một điều bất thường, nhưng có thể hiểu được phần nào bằng một vài dữ kiện chính: Thứ nhất, đó là một công ty có quy mô rất nhỏ. Với tổng giá trị vốn hóa thị trường dưới 250 triệu đô la, hầu hết các nhà đầu tư chuyên nghiệp mặc định rằng nó quá nhỏ để họ đụng tay vào. Lý do thứ hai nằm ở quá trình chuyển đổi mô hình kinh doanh từ sản xuất sang phát triển bất động sản, vậy nên, khó mà nói chính xác được mức lợi nhuận công ty có khả năng tạo ra trong tương lai. Thứ ba, không có nhà phân tích Phố Wall nào hiện tại công bố các nghiên cứu về công ty. Và cuối cùng, mọi hoạt động của công ty ở Trung Quốc, mà hiện tại đất nước này thì không được nhiều người thiện cảm cho lắm.

Ý tưởng mới

Các nhà đầu tư "siêu sao" của Graham ban đầu đều được đào tạo đi từ cổ phiếu rẻ này tới cổ phiếu rẻ khác. Kết quả thường đặc biệt trên cả mong đợi và khả năng tổn thất rất nhỏ. Một lần nữa, hầu hết những công ty này không phải hoạt động tốt, mà hầu hết giá rẻ đến thèm thuồng, và xét cái giá đã trả, lợi nhuận tốt cho người mua một danh mục đầu tư với những cổ phiếu như vậy gần như là chắc chắn. Buffett, khi nhìn lại Công ty Hợp danh mười hai năm về trước, nói rằng, "những năm qua, đây là hạng mục tốt nhất của chúng ta, xét trên tiêu chí lợi nhuận trung bình, và cho tới giờ vẫn luôn duy trì tỉ lệ phần trăm tốt nhất trong các giao dịch sinh lời. Đây cũng là phương pháp tôi được dạy trong kinh doanh, và trước đó đã hình thành nên phần lớn các ý tưởng đầu tư của chúng ta. Tổng lợi nhuận chỉ riêng hạng mục này mười hai năm trong lịch sử BPL có lẽ phải gấp năm mươi lần hoặc hơn tổng thiệt hại của chúng ta."

Buffett kể từ đó gọi toàn bộ hạng mục cổ phiếu "net-net" và các cổ phiếu siêu rẻ khác là "đầu lọc xì gà còn ướt." Cho đến tận ngày nay, ông cho rằng xét từ quan điểm kinh doanh, những công ty có lợi nhuận rất nhỏ này thật không chấp nhận được và trông thật ghê tởm,

nhưng đã có khoảng thời gian ông đầu tư khá tốt vào những công ty này, vì chúng đem lại "điếu xì gà miễn phí" (lợi nhuận) với rất ít rủi ro tổn thất vĩnh viễn. Ngày nay một phần cổ phần trong một tập đoàn như Nam Tai, thậm chí ở mức 220 triệu đô la cả công ty, cũng chẳng mấy hấp dẫn với Buffett, người đang tìm kiếm những món đầu tư hàng tỉ đô la. Nam Tai chỉ đơn giản là chẳng du di được mấy kết quả đầu tư của ông, kể cả khi có mua được cả công ty ở mức giá hiện thời.

Trong suốt thời gian ở Công ty Hợp danh, khi tài sản của Buffett dần tăng cũng như tư duy tích lũy dần nhiều, ông tiếp tục hướng tới một phạm vi rộng lớn hơn trong định nghĩa thực sự của "giá trị" và càng trở nên sẵn sàng hơn trong việc mở rộng phạm vi những gì mà ông có thể chấp nhận dưới dạng bảo vệ chống sụt giá. Ông bắt đầu tìm hiểu sâu hơn về chất lượng của doanh nghiệp để xem xét tính vững bền, cũng như xác định những lợi nhuận có giá trị đến bao nhiêu, tiến dần xa hơn khỏi phương thức định giá tài sản hữu hình giá rẻ theo thống kê mà được sử dụng cho các cổ phiếu "đầu lọc xì gà" net-net.

Với các thành viên góp vốn, Buffett giải thích thẳng thắn bước chuyển hóa này trong bức thư mùa thu năm 1967. Như ông đã nói khi đó,

Sự định giá chứng khoán và các doanh nghiệp cho mục đích đầu tư luôn đòi hỏi sự kết hợp các yếu tố định tính và định lượng. Một mặt, các nhà phân tích chỉ hướng tới yếu tố định tính sẽ nói rằng, "Hãy chọn những công ty phù hợp (với triển vọng tốt, sẵn có các điều kiện phát triển trong ngành, quản lý, v.v.) và giá cả sẽ tự nó điều chỉnh." Mặt khác, đại diện những người theo phương pháp định lượng lại nói, "Mua ở mức giá phù hợp và công ty (và cổ phiếu) sẽ tự điều chỉnh." Cũng như kết quả thị trường chứng khoán đem đến sự hài lòng, tiền cũng có thể kiếm được bằng bất kỳ cách nào trong hai cách trên. Và đương nhiên, bất kỳ nhà phân tích nào có thể kết hợp cả hai đến một mức nào đó – việc phân loại của anh ta theo hướng nào phụ thuộc vào tỉ lệ tương đối anh ta phân bổ cho các yếu tố khác nhau, chứ không phải việc xem xét nhóm yếu tố này mà loại trừ nhóm yếu tố kia.

Một điều thú vị là, mặc dù tôi coi bản thân đi theo trường phái định lượng là chính (và khi tôi viết điều này, chưa ai quay lại kể từ giờ giải lao – mà có thể tôi là người duy nhất còn lại trong lớp),

những ý tưởng thực sự chấn động tôi có được những năm qua được cân đo đong đếm kỹ lưỡng theo hướng định tính, chiều hướng mà tôi có "hiểu biết xác xuất cao." Đây chính là điều khiến máy đếm tiền có thể cất lời ca. Tuy nhiên, đó chỉ là một chuyện ít khi xảy ra, những hiểu biết sâu sắc đều như vậy, và, đương nhiên, cũng chẳng hiểu biết sâu sắc nào cần thiết trong phương pháp định lượng cả – những con số sẽ như cú đập vào đầu bằng gậy bóng chày. Vậy nên những món tiền thực sự lớn thường được tạo ra bởi các nhà đầu tư đưa ra những quyết định định tính đúng đắn, nhưng ít nhất theo ý kiến của tôi, những khoản tiền chắc chắn hơn lại được kiếm dựa trên các quyết định định lượng.

Khi đọc bình luận của ông, xin hãy nhớ rằng trong khi các cổ phiếu net-net và các cổ phiếu siêu rẻ gần như đã biến mất vào năm 1967, và mặc dù ông cảm thấy rằng khi nói về phương pháp đầu tư định lượng, ông "có thể là người duy nhất còn sót lại," thì đây cũng chỉ là một hiện tượng nhất thời. Các cơ hội có thể định lượng thường sẵn có, đặc biệt là khi chu kỳ thị trường xuống thấp, và mặc dù các trường hợp đặc biệt của các cổ phiếu net-net siêu rẻ ngày càng trở nên hiếm gặp hơn, các nhà đầu tư giá trị mà ngày càng ngả theo xu hướng định lượng nhiều hơn, với các tiêu chuẩn ngày càng thấp hơn về những gì được định nghĩa là rẻ, vẫn có thể sinh lời tốt với các giao kèo hời mà họ có thể kiếm được.

Như ông đã tiếp tục trong bức thư năm 1967,

Tháng 10 năm 1967

Những món hời dựa trên số liệu có xu hướng biến mất dần qua các năm. Điều này có thể do sự liên tục lùng sục và tìm kiếm các món đầu tư đã xảy ra trong hai mươi năm vừa qua, mà không hề có một biến động kinh tế như hồi những năm 30 giúp tạo ra một xu hướng tiêu cực đối với vốn cổ phần và đẻ ra hàng trăm loại chứng khoán rẻ mới. Cũng có thể do sự thừa nhận ngày một tăng của xã hội, và vì thế mà việc sử dụng (hay có thể do ngược lại – tôi xin nhường cho các nhà nghiên cứu hành vi tìm hiểu) chào giá thu mua có khuynh hướng tự nhiên tập trung vào các cổ phiếu giá rẻ. Có thể do sự bùng nổ thứ hạng của các nhà phân tích chứng khoán dẫn đến sự giám sát tăng cường những vấn đề vượt cả những gì từng tồn tại vài năm trước. Bất kể lý do là gì chăng nữa, kết quả chính là sự biến mất gần như hoàn toàn của các cổ phiếu giá rẻ theo phương pháp định lượng

– và vì thế khoản đem lại nguồn tiền cho chúng ta cũng biến mất. Thi thoảng vẫn còn vài trường hợp. Cũng có đôi khi những chứng khoán mà tôi thực sự đủ khả năng đưa ra nhận định định tính quan trọng. Điều này sẽ đem đến cơ hội tốt nhất để thu về khoản lợi nhuận lớn. Tuy vậy, những trường hợp đó khá hiếm. Hầu hết những kết quả kinh doanh tốt của chúng ta suốt ba năm qua đều từ chỉ một ý tưởng kiểu này mà ra.

Ở đây chúng ta có thể thấy hai yếu tố khác biệt cùng tồn tại song song. Đầu tiên, khi thị trường giá lên đến độ chín, việc tìm thấy cổ phiếu giá rẻ ngày càng trở nên khó khăn hơn – một hiện tượng tiêu biểu ở mỗi chu kỳ thị trường. Nhưng yếu tố thứ hai và cũng thú vị hơn vì nó tách biệt không phụ thuộc vào chu kỳ thị trường, đó là sự coi trọng ngày một tăng của Buffett đối với các đặc điểm làm cho một công ty "tốt" chứ không chỉ rẻ mà thôi. Khi ông nói rằng "hầu hết những kết quả kinh doanh tốt của chúng ta suốt ba năm qua đều từ chỉ một ý tưởng kiểu này mà ra," ông đang nói về vị thế khổng lồ mà mình đang nắm giữ tại American Express, một công ty kinh doanh nhượng quyền chất lượng cao mà theo định nghĩa của Graham thì không rẻ chút nào nhưng lại có khả năng sinh lời vô cùng lớn trong tương lai. Đó là một mô hình kinh doanh nhượng quyền. Khi tài sản của ông tiếp tục tăng lên, ông không còn lựa chọn nào khác ngoài bỏ chiến lược "đầu lọc xì gà" lại đằng sau; và phát triển hơn nhiều về mặt tài chính.

Hãy "tua nhanh" tới bức thư gửi thành viên góp vốn của Berkshire năm 2014, khi ông nhìn lại quãng thời gian này trong đời và thành tựu của chiến lược "đầu lọc xì gà":

Khi tôi quản lý những món đầu tư nhỏ, chiến lược "đầu lọc xì gà" rất hiệu quả. Thực tế, rất nhiều món lời miễn phí tôi có được vào những năm 1950, khiến thập kỷ này trở thành quãng thời gian tuyệt nhất trong đời tính về kết quả kinh doanh tương đối cũng như tuyệt đối...

Nhưng một điểm yếu lớn trong phương pháp này dần lộ diện: phương pháp đầu tư đầu lọc xì gà chỉ phát triển quy mô đến một mức nào đó mà thôi. Với các khoản đầu tư lớn, nó không bao giờ có hiệu quả.

Hơn nữa, mặc dù các công ty cận biên được mua với giá rẻ có

thể là món đầu tư ngắn hạn hấp dẫn, đó là nền tảng sai lầm nếu muốn từ đó mà xây dựng nên các công ty lớn và bền vững. Lựa chọn người bạn đời hẳn đòi hỏi nhiều tiêu chuẩn hơn bạn tình. (Berkshire, nên được lưu ý, là một người "bạn tình" có khả năng thỏa mãn cao: Nếu chúng ta chấp nhận [giá chào mua[(49)] *đề ra], vậy lợi suất gia trọng hàng năm của BPL trên khoản đầu tư Berkshire có lẽ phải lên tới 40%.)*

Phương pháp chất lượng kép

Như bạn cũng nhớ, sự chuyển đổi của Buffett khỏi các thương vụ mua rẻ theo sổ sách, cổ phiết net-net, và đầu lọc xì gà sang hướng các doanh nghiệp làm ăn tốt hơn khiến ông phải chia hạng mục của mình để thực hiện các ý tưởng mới này. Hạng mục con dưới mục cổ phiếu Tổng quát được gọi là "Cổ phiếu Tổng quát – Định giá tương đối thấp." Từ đây Buffett tiếp tục xa rời khỏi các cách thức truyền thống của Graham, phần lớn do ảnh hưởng của Munger. Như Buffett tiếp tục trong những bức thư "nhìn lại" của mình, "Phải nhờ Charlie Munger mới phá vỡ được thói quen đầu tư 'đầu lọc xì gà' của tôi và đặt nền móng cho việc xây dựng một doanh nghiệp mà có thể kết hợp giữa quy mô lớn với lợi nhuận thỏa đáng... Kế hoạch ông đưa ra cho tôi rất đơn giản: Quên tất cả những gì anh biết về việc mua các công ty ổn ở mức giá tuyệt vời đi; thay vào đó, hãy mua các công ty tuyệt vời ở mức giá ổn."

Munger cũng tham dự vào bức thư, nhìn lại quá trình thay đổi tư duy của họ và nói rằng,

ban đầu khởi nghiệp đi theo con đường của thầy Graham, con đường vẫn luôn có hiệu quả, chúng tôi dần hiểu được thứ mà tôi muốn gọi là những cái nhìn hiểu sâu hơn và rõ hơn. Và chúng tôi cũng nhận ra rằng một vài công ty đang bán ở mức giá gấp hai hoặc ba lần giá trị sổ sách vẫn có thể là một thương vụ hời lớn, bởi chính đà tăng trưởng tiềm tàng ở hoàn cảnh của nó, đôi khi là kết hợp với cả kỹ năng quản lý khác biệt thể hiện rõ rệt ở một vài cá nhân này hay các cá nhân khác, ở hệ thống này hay hệ thống khác.

Và một khi chúng tôi vượt qua rào cản của việc công nhận rằng một điều có thể được đánh giá dựa trên các phương pháp định

lượng vốn từng làm kinh hoàng thầy Graham, chúng tôi bắt đầu nghĩ đến các doanh nghiệp tốt hơn…Ví dụ như Công ty Hợp danh Trách nhiệm Hữu hạn Buffett đã sở hữu American Express và Disney khi cổ phiếu những công ty này xuống giá.

Buffett giới thiệu hạng mục mới cho các thành viên góp vốn của mình vào năm 1964, cùng năm ông mua lượng lớn cổ phiếu của American Express. Vào thời điểm đó, có một vụ bê bối tại công ty con của hãng mà có khả năng phải chịu nợ lớn và bị coi là mối đe dọa đối với danh tiếng và giá trị của thương hiệu – cổ phiếu theo đó mà rớt giá. Một khi Buffett nhận thấy những cổ phiếu này có khả năng hồi phục, và rằng American Express có thể sống sót qua vụ bê bối cùng thương hiệu, uy tín cũng như những nền tảng kinh doanh của hãng vẫn sẽ còn nguyên vẹn, ông đã đổ tiền đầu tư. Cái hay của American Express, cũng như nhiều cổ phiếu khác ở hạng mục "Cổ phiếu Tổng quát - Định giá tương đối thấp", nằm ở việc tạo ra lợi nhuận khổng lồ qua từng năm. Ông có thể nắm giữ trong khoảng thời gian dài, trong khi hầu hết các món đầu tư Cổ phiếu Tổng quát – Sở hữu tư nhân, với một món lời miễn phí, đòi hỏi công việc hàng ngày.

American Express đóng vai trò chủ đạo trong danh mục đầu tư của Công ty Hợp danh trong vài năm vừa qua. Đây là cổ phiếu thúc đẩy Buffett sửa đổi các Nguyên tắc cơ bản để ông có thể đầu tư tới 40% quỹ đầu tư của công ty vào cổ phiếu này. Khoản tiền 13 triệu đô la đầu tư đã tạo ra khoản lợi nhuận lớn 20 triệu đô la, hơn bất kỳ khoản đầu tư nào BPL từng có với chỉ một loại cổ phiếu.

Một vụ mua cổ phiếu lớn cho hạng mục mới này của cổ phiếu Tổng quát là Công ty Walt Disney. Sau khi ông cùng Munger mổ xẻ tình hình kinh doanh của công ty trong kỳ nghỉ tham quan của gia đình quanh công viên, Buffett mua vào 5% cổ phần công ty với giá 4 triệu đô la vào năm 1965. Ông cho rằng mình đã có một phương án dự phòng mềm hơn, ít hữu hình hơn nhưng có giá trị ngang bằng nằm ở giá trị của thư viện những thước phim, mà ông ước đoán chỉ riêng nó đã đủ giải thích cho mức giá cổ phiếu còn các công viên và xưởng phim thì chẳng khác nào "đồ kèm miễn phí." Theo một cách nào đó, ông đang đứng giữa các cổ phiếu chất lượng và các "đầu lọc xì gà". Ngày nay, Buffett nói về việc mua cổ phần các công ty tốt ở mức giá vừa phải – đó là những công ty tốt với cái giá tốt. Tôn trọng tuyên bố không tiết lộ tên các hãng mà Công ty Hợp danh đã đầu tư vào, Buffett chưa từng tiết lộ với đối tác góp vốn của mình rằng họ lại là

chủ sở hữu lớn đến vậy của các công ty đó.

Bạn nên làm gì?

Hãy quay lại câu hỏi mở đầu chương: giả sử bạn là một nhà đầu tư nắm trong tay lượng vốn khiêm tốn, bạn nên đi theo phương pháp giống Graham và Buffett những ngày đầu, chú trọng vào giá trị tính toán, hay nên chú trọng vào chất lượng, giống chiều hướng đầu tư của Buffett khi càng gần về cuối thời kỳ Công ty Hợp danh? Bạn nên tập trung vào những giao dịch chắc chắn hơn được định hướng dựa trên bảng cân đối kế toán, hay tốt hơn là tìm kiếm những doanh nghiệp chất lượng cao, tốt, bền vững mà không ít thì nhiều đã trở thành tiêu chuẩn trong chiến lược thâu tóm của Berkshire kể từ năm 1967? Ai cũng có thể đưa ra lập luận cho mỗi phương án, như nhiều nhà đầu tư tài giỏi đã làm vậy. Cả hai đều có thể hiệu quả, nhưng phương án nào phù hợp với bạn còn phụ thuộc vào quy mô quỹ đầu tư bạn quản lý, tính cách của bạn và khả năng bạn có thể làm tốt công tác định giá, khả năng nhận định một cách khách quan những khía cạnh nằm ngoài phạm vi của mình.

Tobias Carlisle, với cuốn sách năm 2014 của mình, tựa đề *Deep Value* (Giá trị lớn), xuất hiện như là một ví dụ điển hình của những nhà đầu tư thuần túy theo chủ nghĩa Graham. Nghiên cứu của ông cho thấy rằng nền tảng của một công ty rẻ càng tệ hại bao nhiêu, thì cổ phiếu công ty đó càng có khả năng sinh lời bấy nhiêu. Với định hướng đi sâu vào phương pháp định lượng, Tobias đã phát triển cái ông gọi là “Acquirer’s Multiple” để xác định và đưa ra các quyết định đầu tư đúng đắn có hệ thống. Dường như ông đã tìm được cách thức mình hiểu và có tác dụng với bản thân. Lưu ý rằng trong phương pháp của mình, ông đã gần như phớt lờ chất lượng để đi tìm giá trị.

Lợi nhuận dưới mức trung bình trong một ngành công nghiệp thường khiến các đối thủ cạnh tranh biến mất. Ban quản lý được thôi thúc khôi phục lợi nhuận ít nhất quay về mức vừa tương xứng với tiền bạc và thời gian của mình, thường thay đổi chiến lược, cải thiện quá trình hoặc cho dừng những việc kinh doanh gây thất thoát. Mua cổ phiếu rẻ khi các công ty đó đang khó khăn đem đến lợi ích gấp đôi cho các nhà đầu tư: một là qua kết quả kinh doanh được cải thiện và hai là qua việc đánh giá thị trường tốt hơn tương ứng với kết quả

kinh doanh tốt hơn. Các phương án lựa chọn của Tobias có đăng trên trang web của ông.

Trong khi rất sáng suốt khi tìm ra được thứ gì đó hiệu quả với mình, ông thậm chí còn sáng suốt hơn khi tránh những thứ không hiệu quả. *Đương nhiên* ông muốn mua một doanh nghiệp tốt hơn một doanh nghiệp tồi *nếu* có thể chắc rằng doanh nghiệp đó vẫn duy trì được mức lợi suất cao trong tương lai. Tuy vậy, ông vẫn chưa tìm ra cách để xác định được những công ty có những yếu tố cần thiết để giữ vững lợi nhuận cao trước sự cạnh tranh thị trường, hoặc ít nhất theo một cách có hệ thống, nên ông tránh những trường hợp như vậy.

Trong hệ thống thị trường tự do, các doanh nghiệp sinh lời cao thường khiến các đối thủ tìm cách động tay động chân. Trong trường hợp không có rào cản đầu vào, những đối thủ cạnh tranh này sẽ tìm cách xen chân vào thị trường cho tới khi những mức lợi nhuận vượt mức này trở nên cân bằng. Động lực này chính là động cơ của hệ thống nền kinh tế của chúng ta, là lý do đằng sau hàng thập kỷ tăng năng suất lớn của các tập đoàn Mỹ, và cũng là lý do lợi nhuận trên vốn liên tục xoay quanh mốc 12-14%. Điều này đúng trong những năm 1950 và vẫn đúng cho tới tận bây giờ. Sự cạnh tranh có xu hướng làm giảm mức lợi nhuận cao và chỉ có vài ngoại lệ không có xu hướng như vậy. Những người chọn cách tìm kiếm giá trị ở những công ty lợi nhuận cao cần phải tìm những công ty có khả năng duy trì mức lợi nhuận đó.

Tom Gayner, giám đốc đầu tư lâu năm của Tập đoàn Markel, là một ví dụ tuyệt vời cho một nhà đầu tư hiện đại theo khuynh hướng đi sâu vào chất lượng. Ông luôn sẵn lòng đánh giá khả năng chống chịu của một công ty chất lượng cao. Ông tìm kiếm những công ty lợi nhuận lớn, những doanh nghiệp đã được thiết lập với những thành tích vững chắc về thành công qua những chu kỳ kinh doanh trước đó, được quản lý bởi đội ngũ giám đốc đủ tài và đức. Ông muốn công ty tái đầu tư lợi nhuận vào các dự án lãi suất cao tăng dần khi có, và nếu không thì trả lại số lợi nhuận đó cho các cổ đông. Cuối cùng, ông tìm kiếm một giá mua hợp lý. Với hệ thống của mình, ông đã tìm ra cách tăng trưởng vượt các mốc chỉ số trong hàng thập kỷ qua.

Tom nhấn mạnh rằng bạn cần phải chọn đúng một số ít cổ phiếu loại này thì chiến lược mới có khả năng thành công. Những công ty

bạn lựa chọn hợp lý sẽ khai khác được sức mạnh của lãi kép và tăng trưởng tới mức át đi những sai lầm khác. Ông lập luận rằng các nhà đầu tư mà thực hiện hai mươi hoặc hơn những vụ mua vào chắc chắn như vậy trong cả đời đầu tư rồi sẽ đến lúc nhìn thấy một hoặc hai trong số đó phát triển trở thành tỉ lệ phần trăm lớn trong giá trị tài sản ròng của mình.

Tom có một ví dụ tuyệt vời về hiện tượng này đồng thời cũng nhắc nhở chúng ta không nên đánh giá một cách không công bằng rằng Ben Graham đơn thuần chỉ là một nhà đầu tư giá trị. Graham đầu tư tiền cho chất lượng khi ông mua công ty bảo hiểm GEICO – cuối cùng ông tạo ra lợi nhuận từ chỉ một vụ đầu tư này nhiều hơn tất cả các hoạt động đầu tư khác của ông cộng lại.

Chiến lược của Tom gần như ngược lại so với chiến lược của Tobias nhưng ông hiểu nó và nó có hiệu quả đối với ông. Chẳng có cái nào "đúng" hay "sai" cả; mỗi cách đều phát triển một hệ thống giá trị có tác dụng với ông. Điều đúng đắn trong đầu tư là điều mà có hiệu quả đối với cá nhân người đó.

Các nhà đầu tư tài ba khác thời nay, cũng không hề bị giới hạn bởi quy mô vốn cơ sở, có thể đầu tư vào cả hai hạng mục. Giáo sư Joel Greenblatt, một người quản lý đầu tư xuất sắc, đã thu về một trong những kết quả đầu tư tốt nhất lịch sử bằng cách bỏ vốn vào những trường hợp đặc biệt và những công ty vốn hóa nhỏ bị nhận định sai lầm. Hiện tại, ông sử dụng một hệ thống mà xác định theo phương pháp định lượng cổ phiếu chất lượng cao giao dịch ở các mức giá hấp dẫn mà ông gọi là công thức ma thuật, vô cùng có hiệu quả.

Bạn cũng có thể thấy đấy, có rất nhiều cách để các nhà đầu tư hiện đại sử dụng thành công các phương pháp khác nhau được sử dụng trong những năm của Công ty Hợp danh, kể cả những phương pháp mà Buffett đã từ lâu không còn sử dụng nữa. Khi có thể, ông đã rất thành công với những cổ phiếu net-net và "đầu lọc xì gà" mà Tobias hiện tại đang ưa dùng. Một số năm lợi nhuận cao nhất của ông là trong những năm 1950 khi ông đầu tư vào những trường hợp đặc biệt như Greenblatt sau này đã làm vô cùng tốt. Khi quỹ đầu tư của ông phát triển tới quy mô khiến cho những hoạt động này quá nhỏ để thay đổi kết quả kinh doanh, ông tiếp tục đầu tư theo cách mà Tom Gayner đã chủ yếu sử dụng. Tất cả đều thành công. Câu hỏi thực sự

quan trọng dành cho bạn là, cách nào sẽ có hiệu quả đối với bạn.

Lại một lần nữa, chắc hẳn giờ bạn đã có thể đoán được rồi, chúng ta đang nói về việc hiểu chính bản thân mình, điều mà Buffett sau này gọi là vòng tròn năng lực. Giữ mình ở trong vòng tròn đó là điều cốt yếu tạo nên thành công của Buffett. Ông luôn thể hiện rằng khi phát hiện điều gì ông thích và có thể hiểu được, dù cho đó là cổ phiếu net-net hay lãi kép, ông bắt lấy ngay lập tức. Ông bỏ qua bất kỳ những vụ đầu tư nào nằm ngoài vòng tròn đó.

Trong một buổi nói chuyện với sinh viên vào năm 2007, Buffett đưa ra lời khuyên dưới đây, tóm tắt ý tưởng về việc bạn nên đầu tư vào cổ phiếu Tổng quát thế nào và luôn nhớ về vòng tròn khả năng của mình:

Tôi có ba hộp thư trong văn phòng của mình – THEO, BỎ, và QUÁ KHÓ. Lúc đó tôi đùa với các sinh viên MIT rằng đáng lẽ tôi nên có một hộp thư đề QUÁ KHÓ và các em đã làm cho tôi một chiếc hộp như vậy, nên giờ tôi có rồi và đang sử dụng nó. Tôi sẽ chỉ vung gậy trước những cú ném mà tôi thực sự thích. Nếu bạn làm được như vậy 10 lần trong đời, bạn sẽ giàu có. Bạn nên tiếp cận đầu tư như là mình đang có một chiếc thẻ với 20 nút bấm, mỗi nút là một vụ giao dịch trong đời bạn.

Buffett tiếp tục trong cuộc trò chuyện với sinh viên,

Tôi nghĩ người ta sẽ tốt hơn nếu chỉ có mười cơ hội để mua cổ phiếu trong suốt cả cuộc đời. Các bạn biết điều gì sẽ xảy ra không? Họ sẽ đảm bảo rằng mỗi lần mua phải là một thương vụ tốt. Họ sẽ tìm tòi nghiên cứu rất rất nhiều trước khi mua. Bạn không cần tới nhiều cơ hội tăng trưởng để giàu có. Bạn không cần phải làm gì nhiều, nhưng môi trường xung quanh lại khiến bạn thấy mình lúc nào cũng phải làm gì đó mới được.

Dưới đây là một danh sách kiểm tra để đánh giá một vụ đầu tư tiềm năng vào cổ phiếu Tổng quát: (1): Định hướng: Công cụ hay kiến thức chuyên môn gì cần có để hiểu được tình hình đó? Mình có công cụ hay kiến thức đó không? (2) Phân tích: Có những thành phần kinh tế vốn có nào trong doanh nghiệp và trong ngành? Chúng liên hệ thế nào với kỳ vọng dài hạn về lợi nhuận và dòng tiền của mình? (3) Hỏi ngược: Mình có thể sai theo cách nào được nhỉ? Nếu sai lầm, mình sẽ

mất bao nhiêu? (4) Giá trị nội tại hiện thời của doanh nghiệp là bao nhiêu? Nó sẽ phát triển hoặc suy yếu nhanh tới mức nào? Và cuối cùng, (5) So sánh: liệu khoản chiết khấu thành giá trị nội tại, đã được tính trọng số chính xác cho cả rủi ro sụt giá và tưởng thưởng tăng giá, có lợi hơn khi so sánh với tất cả những lựa chọn khác không?

Nếu bạn thấy mình không thể đi hết danh sách này, vậy hãy viết lại những ích lợi của khoản đầu tư này trong một đoạn duy nhất. Nếu bạn mắc kẹt giữa chừng, vậy hãy tìm hiểu thêm hoặc đơn giản quên ý tưởng đó đi như là một trường hợp "quá khó" và tiếp tục với những khoản đầu tư khác.

Mặc dù Buffett đã thực hiện rất nhiều vụ đầu tư trong suốt sự nghiệp của mình, chỉ có một ít trong số đó chiếm phần lớn tài sản ông có thể tạo ra. Nhận ra được điều này, Buffett khuyến khích các nhà đầu tư làm một thẻ đục lỗ, sau đó chỉ sử dụng khi nào thấy bản thân đang ở trong chính vòng tròn năng lực của mình. Hãy xem xét điều đó khi đọc ví dụ dưới đây của Buffett trong những năm đầu đầu tư vào cổ phiếu Tổng quát, Commonwealth Trust Company của thành phố Union, New Jersey, nơi ông đã đầu tư 20% tài sản ban đầu của Công ty Hợp danh:

Ví dụ của BPL: Commonwealth Trust

NGÀY 11 THÁNG 2 NĂM 1959

Trường hợp tiêu biểu

Để các anh có thể hiểu rõ hơn cách thức hoạt động của chúng ta, tôi nghĩ mình nên nhắc lại một hoạt động cụ thể trong năm 1958. Năm ngoái tôi nhắc tới khoản nắm giữ cổ phần lớn nhất của chúng ta mà chiếm từ 10% tới 20% tài sản của nhiều thỏa thuận góp vốn. Tôi đã chỉ ra rằng lợi ích của chúng ta nằm ở giá cổ phiếu giảm hoặc duy trì tương đối ổn định, để chúng ta có thể nắm giữ được vị trí lớn hơn,

và vì lý do đó mà một cổ phiếu như vậy có thể sẽ kiềm hãm hiệu suất của chúng ta trong thị trường giá lên.

Cổ phiếu này là Commonwealth Trust Company ở thành phố Union, New Jersey. Vào thời điểm chúng ta bắt đầu mua vào, mỗi cổ phiếu có giá trị nội tại là 125 đô la được tính dựa trên cơ sở thận trọng. Tuy nhiên, vì những lý do hợp lý, cổ phiếu này không trả bất kỳ khoản cổ tức nào, bất chấp khoản lãi khoảng 10 đô la một cổ phiếu mà là lý do chính trong việc giá giảm khoảng 50 đô la một cổ phiếu. Vậy ở đây chúng ta có một ngân hàng được quản lý rất tốt, với khả năng sinh lời lớn, bán ở giá thấp hơn nhiều so với giá trị nội tại. Ban quản lý rất thân thiện với những cổ đông mới như chúng ta và rủi ro cho bất kỳ tổn thất lớn nào dường như không đáng kể.

25% cổ phần của Commonwealth được sở hữu bởi một ngân hàng lớn hơn (tài sản của Commonwealth rơi vào khoản 50 triệu đô la – bằng khoảng một nửa quy mô của First National tại Omaha), và cần có một vụ sáp nhập phải đến nhiều năm rồi. Vì nhiều lý do cá nhân, vụ sáp nhập đó đã bị cản trở, nhưng đã có những bằng chứng rằng tình trạng này sẽ không tiếp tục mãi. Vì vậy, chúng ta có một sự kết hợp của:

Các đặc tính phòng thủ[(50)] rất mạnh;

Giá trị nền tảng vững chắc xây dựng ở một tốc độ hợp lý và;

Bằng chứng cho thấy rằng giá trị này sau cùng sẽ được mở ra mặc dù phải mất một năm hay tới mười năm. Nếu lên tới mười năm, giá trị ước chừng có thể lên tới một con số lớn hơn rất nhiều, ví dụ khoảng 250 đô la một cổ phiếu.

Qua thời gian một năm hoặc hơn, chúng ta đã thành công trong việc mua 12% cổ phần của ngân hàng ở mức giá trung bình khoảng 51 đô la một cổ phiếu. Rõ ràng, lợi thế của chúng ta là giá cổ phiếu vẫn giữ nguyên mức ổn định. Khối cổ phiếu của chúng ta tăng giá trị khi tăng số lượng, đặc biệt là sau khi chúng ta trở thành cổ đông lớn thứ hai với đủ quyền bỏ phiếu để đảm bảo tham vấn về bất kỳ đề xuất sáp nhập nào.

Commonwealth chỉ có khoảng 300 cổ đông và có thể trung bình hai giao dịch hoặc hơn mỗi tháng, nên mọi người có thể hiểu tại sao

tôi nói rằng hoạt động của thị trường chứng khoán nhìn chung tác động rất ít tới dao động giá cả của số cổ phiếu mà chúng ta nắm giữ.

Không may rằng chúng ta cũng gặp phải cạnh tranh khi mua vào, khiến giá tăng lên khoảng 65 đô la, khoảng mà chúng ta chẳng phải người mua lẫn người bán. Việc lượng mua dù rất nhỏ có thể tạo ra biên độ thay đổi giá đến vậy với một cổ phiếu không hoạt động đã giải thích tầm quan trọng của việc không được tiết lộ bất cứ điều gì liên quan tới danh mục nắm giữ cổ phiếu.

Cuối năm đó chúng ta thành công trong việc tìm được một trường hợp đặc biệt mà ta có thể trở thành cổ đông lớn nhất ở mức giá hấp dẫn, nên chúng ta đã bán khối cổ phiếu Commonwealth với giá 80 đô la một cổ phiếu mặc dù giá niêm yết trên thị trường lúc đó thấp hơn khoảng 20%.

Rõ ràng, chúng ta vẫn có thể ngồi kiên nhẫn với giá cổ phiếu 50 đô la, mua dần dần từ từ, và tôi cũng có thể khá hạnh phúc với một kế hoạch như vậy, dù rằng kết quả của chúng ta so với thị trường năm ngoái trông có vẻ kém. Những năm có trường hợp như Commonwealth tạo ra lợi nhuận, theo một mức độ nào đó thì khá ngẫu nhiên. Vì vậy, kết quả hoạt động của bất kỳ năm nào đều có những hạn chế nghiêm trọng khi làm cơ sở cho việc ước tính kết quả dài hạn. Tuy nhiên, tôi tin rằng một chương trình đầu tư vào những chứng khoán bị đánh giá thấp, được bảo hộ tốt đảm bảo phương thức chắn chắn nhất cho lợi nhuận dài hạn trong giao dịch chứng khoán.

Tôi cũng muốn đề cập rằng người mua cổ phiếu ở mức giá 80 đô la có thể kỳ vọng diễn biến giá cả tốt hơn qua vài năm. Tuy nhiên, việc cổ phiếu bị định giá tương đối thấp ở mức 80 đô la so với giá trị nội tại 135 đô la khác so với cổ phiếu giá 50 đô la và có giá trị nội tại 125 đô la, và tôi thì thấy rằng, tiền vốn của chúng ta sẽ tốt hơn khi áp dụng vào trường hợp thay thế đó. Trường hợp mới này lớn hơn một chút so với Commonwealth và đại diện cho khoảng 25% tài sản của nhiều thỏa thuận góp vốn khác. Trong khi mức độ bị đánh giá thấp không lớn hơn nhiều chứng khoán ta đang có (thậm chí một vài trường hợp ngang giá), chúng ta là cổ đông lớn nhất và điều này đem đến nhiều lợi thế to lớn gấp nhiều lần trong việc xác định khoảng thời gian cần thiết để điều chỉnh lại mức đánh giá thấp đó. Trong việc nắm giữ cổ phần này, chúng ta gần như chắc chắn có một kết quả kinh doanh tốt hơn thị trường trong khoảng thời gian ta nắm giữ.

Tình hình hiện tại

Tình hình thị trường ngày càng cải thiện, thì những chứng khoán không được đánh giá đúng mức càng ít và tôi thấy mình gặp khó khăn trong việc đảm bảo đủ số lượng các khoản đầu tư hấp dẫn. Tôi muốn tăng tỉ trọng tài sản của chúng ta vào các cổ phiếu Tính toán, nhưng để tìm được đúng những cổ phiếu này thì rất khó.

Vì vậy, tôi sẽ cố gắng hết mức có thể để tạo ra cổ phiếu Tính toán của chính mình bằng cách thu mua lại các lượng lớn cổ phiếu trong một vài loại chứng khoán bị đánh giá thấp so với giá trị. Phương pháp đó sẽ dẫn tới việc hoàn thành dự báo trước đó của tôi – kết quả kinh doanh trên mức trung bình trong thị trường giá xuống. Tôi muốn mình được đánh giá dựa trên nền tảng như vậy. Nếu mọi người có bất kỳ câu hỏi nào, xin cứ tự nhiên hỏi.

Warren E. Buffett 2/11/59

Thư gửi thành viên góp vốn: Cổ phiếu Tổng quát

NGÀY 18 THÁNG 1 NĂM 1964

"Cổ phiếu Tổng quát" – Một hạng mục các cổ phiếu nhìn chung được đánh giá thấp hơn so với giá trị thực, được xác định chủ yếu theo các tiêu chuẩn định lượng, nhưng có những lưu ý đặc biệt tới các yếu tố định tính. Thường ít hoặc không có dấu hiệu gì cho thấy thị trường sẽ cải thiện ngay lập tức. Những cổ phiếu này không có hào quang lấp lánh, cũng chẳng có sự bảo trợ của thị trường. Giá trị chính của chúng nằm ở giá mua rẻ; nghĩa là, sự định giá tổng quan doanh nghiệp thấp hơn nhiều so với giá trị mà nhiều phân tích kỹ lưỡng chỉ ra đối với một chủ sở hữu tư nhân. Một lần nữa, tôi xin nhấn mạnh rằng dù các phương pháp định tính luôn là trên hết và tối quan trọng, phương pháp định lượng cũng quan trọng không kém. Chúng ta muốn ban quản lý tốt – muốn một ngành tạm ổn – cũng muốn một

chút 'xáo động' nhất định trong nhóm cổ đông hay đội ngũ quản lý im lìm. Nhưng trên hết, chúng ta cần giá trị…

NGÀY 24 THÁNG 1 NĂM 1962

Qua nhiều năm, cổ phiếu Tổng quát đã trở thành hạng mục đầu tư lớn nhất của chúng ta, và tiền thu về từ hạng mục này nhiều hơn bất kỳ hạng mục nào khác. Chúng ta thường có những vị thế mua khá lớn (5% đến 10% tổng tài sản) trong mỗi 5 hoặc 6 loại cổ phiếu Tổng quát, và những vị thế mua nhỏ hơn khác trong 10 hoặc 15 cổ phiếu khác.

Đôi khi những cổ phiếu này đem lại thành quả rất nhanh; nhưng nhiều khi mất tới hàng năm trời. Khi mua vào, thật khó để biết cụ thể tại sao giá sẽ tăng. Tuy nhiên, chính vì sự thiếu hào quang hay bất kỳ điều gì có khả năng tạo nên hành vi thị trường thuận lợi ngay lập tức, nên chúng được sẵn bán ở giá vô cùng rẻ. Với mức tiền bỏ ra có thể thu về rất nhiều giá trị. Mức vượt giá trị đáng kể này tạo nên một ngưỡng biên an toàn thoải mái trong mỗi giao dịch. Chỉ riêng mức biên an toàn này, cùng với sự đa dạng hóa các cam kết tạo nên một gói kiện đầy tiềm năng an toàn và giá tăng. Qua nhiều năm, thời điểm mua vào sẽ dần tốt hơn nhiều so với thời điểm bán. Chúng ta không đầu tư vào cổ phiếu Tổng quát chỉ để vớt vát vài đồng năm xu sót lại, mà thường để có thể hài lòng bán ra ở một ngưỡng trung bình nào đó giữa giá mua và giá mà ta coi là hợp lý cho một người sở hữu tư nhân.

Cổ phiếu Tổng quát thường có xu hướng vận động theo thị trường và tương đồng với chỉ số Dow. Không phải cứ cái gì rẻ thì cũng sẽ không giảm giá. Trong sự vận động theo chiều hướng đi xuống đột ngột của thị trường, phân đoạn thị trường này cũng có thể giảm không kém gì chỉ số Dow. Qua thời gian vài năm, tôi tin rằng cổ phiếu Tổng quát sẽ tăng trưởng vượt thị trường, và trong những năm tăng trưởng mạnh như năm 1961, đây là phần trong danh mục của chúng ta đem lại kết quả khả quan nhất. Đương nhiên, cũng là phần chịu thiệt hại nhiều nhất trong trường hợp thị trường đi xuống.

NGÀY 18 THÁNG 1 NĂM 1963

Đã rất nhiều lần cổ phiếu Tổng quát thể hiện dưới dạng "theo đuôi" khi chúng ta cảm thấy nhóm cổ đông chiếm ưu thế đã có kế hoạch cho việc chuyển đổi những tài sản không sinh lời hoặc chưa được tận dụng hết sang mục đích sử dụng có lợi hơn. Chính chúng ta cũng đã làm thế với Sanborn và Dempster, nhưng với mọi điều kiện khác không đổi, chúng ta thà để người khác làm công việc đó còn hơn. Rõ ràng, trong trường hợp như vậy không chỉ giá trị cần phải lớn, mà chúng ta còn phải thận trọng xem mình đang theo "đuôi" nào.

NGÀY 18 THÁNG 1 NĂM 1965

Nhiều lần trong hạng mục này chúng ta có những trường hợp hấp dẫn với 'hai dây cung trên một cây cung', khi mà chúng ta hoặc có thể thu được lãi khi giá tăng nhờ các yếu tố bên ngoài, hoặc nhờ sự thu mua thế kiểm soát trong doanh nghiệp với mức giá hời. Trong khi phương án đầu tiên xảy ra ở hầu hết các trường hợp, phương án sau cho thấy một hợp đồng bảo hiểm mà hầu hết các hoạt động đầu tư không có. Chúng ta đã tiếp tục mở rộng vị thế trong ba công ty được mô tả trong báo cáo bán niên 1964 mà chúng ta là cổ đông lớn nhất. Giá trị cơ bản của cả ba công ty đều đang tăng trưởng với tốc độ rất thỏa đáng, chúng ta hoàn toàn thụ động trong hai trường hợp và chỉ chủ động trên một quy mô rất nhỏ ở trường hợp thứ ba. Khó có khả năng rằng chúng ta sẽ nắm vai trò chủ động trong việc đưa ra chính sách ở một trong ba công ty, nhưng chúng ta vẫn sẵn sàng nếu cần thiết.

NGÀY 20 THÁNG 1 NĂM 1966

Khoản đầu tư lớn nhất vào cuối năm 1964 ở hạng mục này được bán lại vào năm 1965 theo một chào giá mua… Khái niệm nền tảng của hạng mục Cổ phiếu Tổng quát – Sở hữu tư nhân được thể hiện bằng tất cả những trường hợp trên. Một người sở hữu tư nhân khá sẵn lòng (và theo chúng ta là khá khôn ngoan) trả một cái giá cho việc kiểm soát doanh nghiệp, mà những người mua cổ phiếu riêng lẻ không sẵn lòng trả cho phần sở hữu rất nhỏ của doanh nghiệp đó.

Đây là một tình trạng khá phổ biến trên thị trường chứng khoán nhiều năm qua, và mặc dù tất cả việc mua cổ phiếu hạng mục này có hiệu quả tốt, xét về các động thái chung của thị trường cổ phiếu, vẫn thi thoảng có những khoản lời khổng lồ kiếm được nhờ những hành động của doanh nghiệp như ví dụ nêu trên.

NGÀY 25 THÁNG 1 NĂM 1967

Giữa năm 1965, chúng ta bắt đầu mua một cổ phiếu được nhiều người nắm giữ và rất hấp dẫn mà vẫn được bán dưới mức giá trị của nó đối với một người sở hữu tư nhân. Hy vọng của chúng ta là qua khoảng thời gian hai hay ba năm gì đó, có thể đầu tư 10 triệu đô la hoặc hơn vào những mức giá có lợi đang phổ biến. Các hoạt động kinh doanh khác nhau mà doanh nghiệp đang quản lý là có thể hiểu được, và ta cũng có thể xem xét kỹ càng những sức mạnh cạnh tranh, điểm yếu so với đối thủ cạnh tranh, nhà phân phối, khách hàng, nhà cung cấp, nhân viên cũ, v.v. Điều kiện thị trường đặc biệt đối với cổ phiếu đó đem lại hy vọng cho chúng ta rằng, với sự kiên nhẫn, chúng ta có thể mua một lượng đáng kể cổ phiếu mà không làm xáo động giá cả.

Vào cuối năm 1965 chúng ta đã đầu tư 1.956.980 đô la và giá trị thị trường lúc đó của lượng cổ phiếu ta đang nắm giữ là 2.358.412 đô la, vậy nên 401.432 đô la được đóng góp vào kết quả kinh doanh trong năm 1965. Đương nhiên, chúng ta vẫn được lợi hơn nếu giá thị trường thấp hơn chi phí, do lợi ích của ta nằm ở việc mua thêm, không phải bán bớt. Điều này có thể đã làm giảm kết quả kinh doanh năm 1965 của Công ty Hợp danh Trách nhiệm Hữu hạn Buffett và có lẽ đã giảm sự phấn khích của thành viên góp vốn, nhưng về mặt dài hạn kết quả kinh doanh sẽ tăng lên. Sự thật rằng giá cổ phiếu tăng vượt chi phí của chúng ta đã làm chậm lại kế hoạch mua của ta và vì thế mà giảm lợi nhuận sau cùng.

Một ví dụ sống động hơn về sự mâu thuẫn giữa kết quả ngắn hạn và việc tối đa hóa lợi nhuận dài hạn xảy ra năm 1966. Một bên khác, rõ ràng trước đó tôi không hề biết, đưa ra giá chào mua, đóng lại mọi cơ hội cho việc mua có lợi sau này. Tôi đã quyết định rằng nước đi khôn ngoan nhất (mặc dù nó có thể không phải vậy) cho chúng ta đó là nhượng lại cổ phần và vì thế mà chỉ thu lời tổng lợi nhuận là

1.269.181 đô la vào tháng Hai, trong số đó 867.749 đô la là của năm 1966.

Trong khi bất kỳ khoản lời nào cũng có vẻ đặc biệt tốt trong bối cảnh thị trường phát triển mạnh mẽ vào năm 1966, mọi người có thể chắc rằng tôi không lấy gì làm vui khi làm chuyện bé xé ra to. Chuyện bé, đương nhiên, đã được phản ánh trong kết quả đầu tư năm 1966. Tuy nhiên, đứng ở góc độ dài hạn, chúng ta sẽ được lợi hơn nhiều nếu kết quả thấp hơn năm phần trăm và tiếp tục mua vào lượng lớn các cổ phiếu ở mức giá giảm hẳn mà được kỳ vọng sẽ chiếm ưu thế trong bối cảnh thị trường năm nay.

Nếu những ý tưởng hay hàng hà sa số, một cái kết sớm như vậy cũng chẳng mấy phiền lòng. Đương nhiên vẫn có điều cần phải nói, khi mà một doanh nghiệp hoạt động mà một số thất bại vẫn tạo ra lợi nhuận ở mức vừa phải. Tuy nhiên, bạn có thể thấy việc xây dựng những ý tưởng thay thế bằng cách xem xét những khoản đầu tư trung bình trong hạng mục Sở hữu tư nhân là rất khó – chúng ta chẳng nghĩ ra được gì trong suốt thời gian còn lại của năm bất kể giá cổ phiếu thấp hơn, và chính giá cổ phiếu thấp hơn giúp tìm kiếm những cơ hội như vậy.

NGÀY 25 THÁNG 1 NĂM 1967

Cổ phiếu Tổng quát – Sở hữu tư nhân

Những năm qua, đây là hạng mục tốt nhất của chúng ta, xét trên tiêu chí lợi nhuận trung bình, và cho tới giờ vẫn luôn duy trì tỉ lệ phần trăm tốt nhất trong các giao dịch sinh lời. Đây cũng là phương pháp tôi được dạy trong kinh doanh, và trước đó đã hình thành nên phần lớn các ý tưởng đầu tư của chúng ta. Tổng lợi nhuận chỉ riêng hạng mục này mười hai năm trong lịch sử BPL có lẽ phải gấp năm mươi lần hoặc hơn tổng thiệt hại của chúng ta. Máy tính tiền chỉ thực sự vang lên với một ý tưởng đơn giản duy nhất (được thực hiện theo nhiều cách) trong lĩnh vực này năm 1968. Chúng ta thậm chí còn nhận được một khoản phí đáng kể (bao gồm trong mục Thu nhập khác trong kiểm toán) cho một số công tác trong lĩnh vực này.

NGÀY 18 THÁNG 1 NĂM 1965

Trong các bức thư thường niên trước đây, tôi luôn sử dụng ba hạng mục để miêu tả các hoạt động đầu tư mà chúng ta thực hiện. Hiện tại, tôi cảm thấy rằng sự phân chia bốn hạng mục hợp lý hơn. Một phần, việc thêm vào hạng mục mới – "Cổ phiếu Tổng quát – Định giá tương đối thấp" – thể hiện việc xem xét kỹ lưỡng hơn của tôi về sự chênh lệch quan trọng vẫn luôn tồn tại ở một mức độ nào đó trong nhóm "Cổ phiếu Tổng quát". Một phần nữa là vì nó phản ánh tầm quan trọng dần tăng của một hạng mục nhỏ nhưng giờ đây đang trở thành một phần lớn trong tổng danh mục đầu tư của chúng ta. Tầm quan trọng ngày một tăng này dẫn tới các kết quả vô cùng tốt đẹp tính đến thời điểm này, minh chứng cho thời gian và nỗ lực đáng kể mà chúng ta đã dành để tìm kiếm thêm các cơ hội trong hạng mục. Cuối cùng, nó cũng phản ánh phần nào sự phát triển và thực thi một công cụ đầu tư mới, có chút độc đáo, được thiết kế để nâng cao triển vọng và tính bền vững của các hoạt động đầu tư trong hạng mục này.

NGÀY 18 THÁNG 1 NĂM 1965

"Cổ phiếu Tổng quát – Định giá tương đối thấp" – hạng mục này bao gồm các chứng khoán được bán ở mức giá tương đối thấp so với các chứng khoán có cùng các tính chất chung. Chúng ta cần những khoảng chênh lệch đáng kể so với các tiêu chuẩn định giá hiện hành, nhưng (thường do quy mô lớn) về mặt ý nghĩa, thường không có giá trị đối với người sở hữu tư nhân. Đương nhiên ở hạng mục này, một điều quan trọng đó là, táo thì phải so với táo – chứ không phải so với cam, và chúng ta nỗ lực để đạt được kết quả sau cùng đó. Phần lớn các trường hợp mà đơn giản là chúng ta không đủ hiểu biết về ngành cũng như doanh nghiệp đó để đưa ra đánh giá sáng suốt – trong những trường hợp như vậy, chúng ta bỏ qua.

Như tôi đã đề cập khi trước, hạng mục mới này đang tăng dần và đem đến rất nhiều kết quả khả quan. Gần đây chúng ta đã bắt đầu áp dụng một công cụ mới, hứa hẹn giảm rủi ro đáng kể phát sinh bởi sự thay đổi tổng thể các tiêu chuẩn định giá; ví dụ như nếu chúng ta mua cổ phiếu với mức giá gấp 12 lần lợi nhuận khi các công ty ngang hàng hoặc kém chất lượng hơn bán với mức giá gấp 20 lần lợi nhuận, nhưng khi đó có một sự tái định giá lớn diễn ra, nên các công ty đó

chỉ bán ở mức giá gấp 10 lần.

Rủi ro này đã luôn làm chúng ta vướng bận bởi ta sẽ bị đặt vào tình thế bất lực khi so với loại cổ phiếu "Cổ phiếu Tổng quát – Sở hữu tư nhân" hay "Cổ phiếu Tính toán". Khi rủi ro này được loại bỏ, tôi nghĩ chúng ta sẽ có một tương lai đầy hứa hẹn.

NGÀY 20 THÁNG 1 NĂM 1966

Hạng mục cuối cùng của chúng ta là "Cổ phiếu Tổng quát – Định giá tương đối thấp". Tầm quan trọng tương đối của hạng mục này đang tăng dần do cơ hội của các loại cổ phiếu ở các hạng mục khác đang trở nên dần ít hơn.

Thẳng thắn mà nói, làm việc trong lĩnh vực này có chút gì đó bay bổng hơn so với ba hạng mục khác, mà tôi thì không phải kiểu người bay bổng. Vì vậy, tôi cảm thấy những gì chúng ta đạt được ở hạng mục này ít chắc chắn hơn và có lẽ cũng ít ý nghĩa hơn cho các kế hoạch tương lai hơn là các hạng mục khác. Dẫu vậy, kết quả nhóm "Định giá tương đối thấp" của chúng ta năm 1965 vẫn đạt kết quả khá tốt, phần nào do việc áp dụng công cụ được nhắc đến trong bức thư năm ngoái với mục đích giảm thiểu rủi ro và tăng tiềm năng lợi nhuận. Phương thức này giảm thiểu rủi ro trong bất kỳ năm nào, và chắc chắn đã tăng lợi nhuận năm 1965. Cũng cần phải chỉ ra rằng kết quả ở hạng mục này tăng lên chỉ nhờ hai khoản đầu tư.

NGÀY 25 THÁNG 1 NĂM 1967

Đây là lời cuối của tôi về "Cổ phiếu Tổng quát – Định giá tương đối thấp". Trong phần này, chúng ta cũng đã có kinh nghiệm giúp chúng ta đạt được kết quả trong năm 1966 nhưng lại ảnh hưởng không tốt tới triển vọng kinh doanh lâu dài của chúng ta. Năm 1966 chúng ta chỉ có một ý tưởng mới thực sự quan trọng trong hạng mục này. Việc mua cổ phiếu của chúng ta bắt đầu vào cuối mùa xuân nhưng khoản đầu tư này chỉ tới được mốc 1,6 triệu đô la (có thể mua dần nhưng chỉ ở tốc độ vừa phải) trong khi các điều kiện bên ngoài đẩy giá cổ phiếu lên tới mức không còn tương đối hấp dẫn nữa. Mặc

dù lợi nhuận tổng thể của chúng ta là 728.141 đô la với khoảng thời gian nắm giữ cổ phiếu trung bình sáu tháng rưỡi trong năm 1966, sẽ tốt hơn nếu giá cổ phiếu không thay đổi gì cả trong thời gian dài trong lúc chúng ta tích lũy một số lượng đáng kể.

Tóm lược

Qua bình luận của Buffett về cổ phiếu Tổng quát, ta thấy ông bắt đầu dịch chuyển từ dạy các *nguyên tắc* sang dạy các *phương pháp*. Trong khi các nguyên tắc bất di bất dịch, không bao giờ thay đổi – vượt thời gian – thì các phương pháp lại có thể và thường xuyên thay đổi, tùy theo môi trường đầu tư. Chúng ta cũng thấy các phương pháp khác nhau được Buffett sử dụng ở nhiều giai đoạn khác nhau khi còn trong Công ty Hợp danh, trong nhiều giai đoạn khác nhau của chu kỳ thị trường, để có hướng đi đúng nhất phù hợp với các nguyên tắc của ông. Bất chấp sự chuyển đổi phong cách từ giá trị tới chất lượng, ông vẫn đem đến cho chúng ta một vài cách thức để ta có thể sử dụng cho việc đầu tư của bản thân.

Cổ phiếu Tổng quát – Sở hữu tư nhân và Cổ phiếu Tổng quát – Định giá tương đối thấp là hai công cụ đầu tiên Buffett đem tới cho chúng ta và bản thân hai công cụ này cũng có thể cho ta rất nhiều lựa chọn tiềm năng trên thị trường. Chúng ta có thể săn những vụ mua bán hời hoặc cũng có thể săn những doanh nghiệp tốt. Trong phần thảo luận của ông về Cổ phiếu Tính toán và Cổ phiếu Kiểm soát ở hai chương tiếp theo, chúng ta sẽ tiếp tục bổ sung thêm những công cụ khác vào hành trang của mình và xem cách Buffett lựa chọn các công cụ trong số chúng.

CHƯƠNG 7
CỔ PHIẾU TÍNH TOÁN

"Cho anh ta một con cá, anh ta có ăn trong một ngày. Dạy anh ta cách buôn bán chênh lệch giá, anh ta có ăn cả đời."

– BÁO CÁO THƯỜNG NIÊN BERKSHIRE HATHAWAY 1988

Khi còn trẻ, Buffett trả 25 xu cho mỗi sáu lon coca tại cửa hàng của ông mình, sau đó bán từng chai riêng rẻ với giá năm xu, kiếm được khoản lời hai mươi phần trăm (20%) với mỗi sáu lon được bán "chênh lệch giá." Buffett đã thực hiện một mẹo tài chính được gọi là bán chênh lệch giá – được thực hiện theo công thức dễ hiểu như sau: Một món hàng được mua với giá X, cộng thêm giá trị và rủi ro, và sau đó được bán ở giá X cộng với khoản lời.

Trong mua bán chênh lệch giá truyền thống hoặc "phi rủi ro", lợi nhuận được tạo ra khi hai món hàng giống hệt nhau hoặc tương tự nhau được bán ở các mức giá khác nhau tại các địa điểm khác nhau cùng một thời điểm. Ví dụ, khi cổ phiếu của một công ty (tương đồng theo mọi khía cạnh) được bán với giá thấp hơn ở New York so với Luân Đôn, những người mua bán chênh lệch giá có thể mua cổ phiếu ở một thành phố, bán nó ở thành phố khác, và thu lời khoản chênh lệch. Bởi vì việc này có thể được thực hiện chỉ trong một tíc tắc (mua bán điện tử cho phép mua cổ phiếu tại sàn giao dịch Luân Đôn và bán tại sàn New York chỉ trong một phần nhỏ giây), việc mua bán này nhìn chung được coi là phi rủi ro. Vì "những tay chơi chứng khoán phi rủi ro" kiếm được tiền miễn phí, nên những cơ hội như vậy thường có xu hướng hiếm hoi.

Ví dụ, việc Buffett tiến hành mua bán chênh lệch giá sớm vào tuổi hai mươi tư với Graham không hoàn toàn phi rủi ro, mà đúng hơn là rủi ro thấp. Ông miêu tả như dưới đây:

Công ty Rockwood, một công ty có trụ sở tại Brooklyn sản suất các sản phẩm sô cô la với khả năng sinh lời có hạn, đã áp dụng

phương pháp định giá hàng tồn kho LIFO[(51)] vào năm 1941 khi ca cao được bán ở mức giá 5 xu/pound[(52)]. Vào năm 1954 sự thiếu hụt ca cao ngắn hạn khiến mức giá tăng vút lên hơn 60 xu. Kết quả là, Rockwood muốn dỡ lượng hàng tồn kho quý giá thật nhanh – trước khi giá lại giảm. Nhưng nếu ca cao đơn giản là được bán hết, thì công ty cũng nợ tới gần 50% thuế tính trên khoản tiền thu được.

Bộ luật Thuế năm 1954 đã giải cứu cho công ty. Bộ luật này có một điều khoản ít người biết tới giúp xóa bỏ khoản thuế mà đáng ra sẽ bị tính trên các khoản lợi nhuận LIFO, nếu hàng tồn kho được phân phối cho các cổ đông như một phần kế hoạch giảm quy mô kinh doanh doanh nghiệp. Rockwood quyết định chấm dứt một trong những hoạt động kinh doanh của mình, đó là việc bán bơ ca cao, và nói rằng 13 triệu pound (khoảng 5,9 triệu kg) hạt ca cao tồn kho được dành cho hoạt động đó. Theo đó, công ty đề nghị mua lại cổ phần bằng cách đổi hạt cao ca cao mà công ty không cần nữa, trả 80 pound hạt ca cao cho mỗi cổ phiếu.

Trong vài tuần đó tôi đã bận rộn mua cổ phiếu, bán hạt ca cao và định kỳ ghé thăm Schoeder Trust để đổi chứng nhận cổ phần lấy giấy biên nhận lưu kho[(53)], thu một khoản lời tốt và chi phí duy nhất tôi phải bỏ ra là vé tàu điện ngầm.

Trong trường hợp mua bán chênh lệch giá Rockwood, miễn rằng các mức giá không dao động quá nhiều, lợi nhuận có thể kiếm được khá dễ dàng. Cổ phiếu được mua ở mức giá 34 đô la và đổi lấy hạt ca cao trị giá 36 đô la, và sau đó được bán lấy tiền mặt, tạo ra khoản lợi nhuận 2 đô la. Miễn giá ca cao vẫn giữ nguyên, mức lời 2 đô la là chắc chắn. Mỗi giao dịch tạo ra một khoản lời 5,8% trên số vốn đầu tư. Người mua bán chênh lệch giá Rockwood với khoản đầu tư 100 đô la có thể tạo ra khoản lời 58 đô la một năm với mười lần mua đi bán lại (không áp dụng lãi kép). Quá tệ rằng những vụ mua bán chênh lệch rủi ro thấp như vậy không xuất hiện thường xuyên đến thế.

Mua bán chênh lệch sáp nhập

Với BPL, điều này nghĩa là một hạng mục đầu tư được Buffett gọi là “Cổ phiếu Tính toán”– được biết đến nhiều hơn với tên gọi mua bán chênh lệch sáp nhập hoặc mua bán chênh lệch rủi

ro, liên quan tới việc đặt cược vào khả năng một giao dịch đã công bố (thường là giao dịch một công ty này mua lại một công ty khác) cuối cùng sẽ được chốt. Khi một công ty thông báo ý định mua lại một công ty đại chúng[54], cổ phiếu công ty bán thường sẽ được giao dịch ở mức gần, nhưng không hẳn tới mức giá công bố. Khoảng chênh lệch giữa giá chào và giá cổ phiếu cho thấy rủi ro những điều có khả năng xảy ra khiến giao dịch thất bại cũng như giá trị tiền tệ theo thời gian giữa thời điểm hiện tại và thời điểm chốt giao dịch dự kiến. Đó chính là khoảng cơ hội của buôn bán chênh lệch giá. Buffett nhắm tới các giao dịch chênh lệch giá khi có khoảng chênh lệch đủ rộng và xác xuất thực sự chốt được vụ mua bán công ty cao.

Đây có thể là một việc làm ăn tuyệt vời, và với Buffett chắc chắn cũng vậy. Cũng như rất nhiều hoạt động của ông tại BPL, ông học được phương pháp này từ Graham. Sử dụng báo cáo của Graham-Newman, BPL, và Berkshire Hathaway trong vòng sáu lăm năm tới tận 1988, Buffett tính toán được lợi nhuận trung bình chưa tính vốn vay trong kinh doanh chênh lệch giá là khoảng 20% một năm. Trong báo cáo thường niên năm đó, ông nói, “Cho anh ta một con cá, anh ta có ăn trong một ngày. Dạy anh ta cách buôn bán chênh lệch giá, anh ta có ăn cả đời.” Quả thật là thế. Chúng ta biết 65 năm với 20% lãi kép trung bình hàng năm có thể làm nên điều gì – đó là biến 100 đô la thành 14 triệu đô la.

Kết quả thường có xu hướng được thổi phồng theo cả hai hướng bởi tiền đi vay thường được sử dùng cùng với tiền vốn của các thành viên để đạt được vị thế mua lớn hơn. Hạn mức tự định ra của Buffett đối với việc sử dụng vốn vay cho buôn bán chênh lệch giá là 25% vốn Công ty Hợp danh. Không phải là một món tiền nhỏ. Chìa khóa trong việc kinh doanh này đó là không được phép sai thường xuyên. Vì khi sử dụng vốn vay, lợi nhuận thực tế cho các nhà đầu tư lại càng lớn hơn nhiều.

Tuy nhiên, để kiếm lời trong đầu tư chênh lệch sáp nhập, các vụ mua bán phải được chốt. Mặc dù hầu hết các thương vụ sẽ được tiến hành theo kế hoạch, một vài vụ mua bán lại bị cản trở bởi luật chống độc quyền bất lợi, các quyết định về thuế, sự phản đối của cổ đông, v.v. Đây là điều mà Buffett gọi là “hỏng kế hoạch”; và khi việc này xảy ra, cổ phiếu nhắm tới thường có xu hướng nhanh chóng quay về giá trước thu mua. Buffett mô tả một doanh nghiệp khi tạo ra lợi nhuận là “kiếm được đồng năm xu cuối cùng trong khi các doanh nghiệp

trước đã kiếm lời được 95 xu đầu tiên." Chọn nhầm bên trong một vụ chênh lệch giá thất bại có thể phải trả một cái giá rất đắt. Không những bạn không kiếm được xu nào, mà bạn còn có thể mất đi cả 95 xu đó. Buffett có thể đánh giá hầu hết các vụ mua bán nhưng lại cực kỳ chọn lọc những thương vụ ông tham gia vào. Cổ phiếu Tính toán là việc kinh doanh không cho phép phạm nhiều lỗi.

Tập trung đầu tư đồng đô la là một yếu tố phổ biến trong tất cả mọi hoạt động của Buffett. Trong khi nhiều công ty kinh doanh chênh lệch giá sáp nhập thường có xu hướng dàn trải tiền đầu tư ở nhiều công ty cùng một lúc, BPL chỉ chú trọng đầu tư từ mười đến mười lăm cổ phiếu tại một thời điểm, ngược lại với một nhà buôn chênh lệch giá điển hình thường mua tới năm mươi hoặc hơn. Bởi chỉ tập chung vào một vài công ty, những sai lầm cổ phiếu Tính toán của Buffett rõ ràng một cách đau đớn. Đây là những điều ông nói trong một năm khó khăn của cổ phiếu Tính toán:

Đường phố đầy rẫy những vụ sáp nhập hỏng – kể cả kế hoạch chúng ta mua – trong năm 1967. Vì vậy, với vốn đầu tư trung bình 17.246.879 đô la, tổng lợi nhuận chúng ta đạt được là 153.273 đô la. Với những ai chưa hình dung hết thì để tôi nói thế này, điều này thể hiện khoản lời 0,89 của 1%. Mặc dù tôi chưa nắm được con số đầy đủ, tôi không tin rằng chúng ta từng tăng trưởng dưới 10% bất kỳ năm nào. Cũng như ở các hạng mục khác, chúng ta có xu hướng tập trung vào hạng mục cổ phiếu Tính toán chỉ vài trường hợp mỗi năm. Công cụ này đem đến cho chúng ta một kết quả hàng năm biến động hơn trường hợp chúng ta sử dụng phương pháp toàn diện. Tôi tin rằng phương pháp của chúng ta sẽ tạo ra lợi nhuận lớn (hoặc lớn hơn) trên nền tảng dài hạn, nhưng không thể chứng minh chỉ qua năm 1967.

Buffett vạch ra bốn câu hỏi cần để xem xét một cổ phiếu tính toán trong bức thư năm 1988 gửi các cổ đông của Berkshire: (1) cơ hội sáp nhập thành công là thế nào, (2) mất bao lâu để chốt thương vụ, (3) có khả năng người khác đưa ra chào giá tốt hơn không, và (4) chuyện gì sẽ xảy ra nếu thương vụ phá sản?

Tỉ trọng kết quả kinh doanh

Về lâu dài, cổ phiếu Tính toán được kỳ vọng đem đến kết quả tốt như cổ phiếu Tổng quát (hơn thị trường mười điểm, hay tăng trung bình 15-17% mỗi năm). Các cổ phiếu này không chỉ mang lại lợi nhuận chắc chắn, tương đối ổn định, mà sự thành công của chúng còn phần lớn không phụ thuộc vào thị trường, và tách biệt kết quả tổng thể của BPL khỏi thị trường đi xuống. Hầu hết các năm, chúng chiếm 30-40% tài sản. Việc phân bổ này cũng là một công cụ chuyển đổi hữu ích đối với Buffett. Ông nói với các thành viên góp vốn trong bức thư đầu tiên là hãy kỳ vọng BPL nghiêng về một danh mục đầu tư tập trung vào cổ phiếu Tổng quát khi thị trường đi xuống và hướng danh mục đầu tư về cổ phiếu Tính toán khi thị trường đi lên. Vài năm sau, cổ phiếu Kiểm soát cũng tham gia cùng cổ phiếu Tính toán trở thành nhóm kinh doanh không đoán biết trước được thị trường. Buffett gọi đây là yếu tố "ngẫu nhiên" mà đôi khi giúp tăng trưởng, đôi khi lại kìm hãm nó:

Để đưa ra ví dụ về tầm quan trọng của sự ngẫu nhiên giữa các hạng mục, để tôi trích dẫn một ví dụ của ba năm qua. Sử dụng một phương pháp tính toán hoàn toàn khác phương pháp đã được sử dụng để đo lường kết quả hoạt động tổng thể của BPL, trong đó mức đầu tư trung bình hàng tháng tại mức giá thị trường theo từng hạng mục được áp dụng, tiền vốn vay và chi phí hoạt động văn phòng không được tính vào, v.v. (điều này tạo nên nền tảng chính xác nhất cho việc so sánh giữa các nhóm nhưng không phản ánh được kết quả tổng quan của BPL), cổ phiếu Tổng quát (kết hợp cả hai hạng mục hiện tại), cổ phiếu Tính toán, và chỉ số Dow, cụ thể như sau:

NĂM	TỔNG QUÁT	TÍNH TOÁN	DOW
1962	-1,0%	14,6%	-8,6%
1963	20,5%	30,6%	18,4%
1964	27,8%	10,3%	16,7%

Rõ ràng một điều rằng cổ phiếu Tính toán (bên cạnh cổ phiếu Kiểm soát) đã cứu chúng ta vào năm 1962, và giả như năm đó chúng ta đầu tư ít vào hạng mục này, kết quả cuối cùng hẳn đã kém hơn nhiều, mặc dù vẫn đáng kể trong bối cảnh thị trường suốt năm đó. Cũng có thể tỉ lệ phần trăm hạng mục cổ phiếu Tính toán đã thấp hơn nhiều trong năm đó; quyết định bởi tính sẵn có của những cơ hội đó, chứ không bởi ý niệm của tôi về thị trường sẽ diễn biến thế

nào. Vì vậy, một điều quan trọng cần nhận ra là vào năm 1962, chúng ta đơn giản chỉ là may mắn với một danh mục lẫn lộn các hạng mục đầu tư.

Vào năm 1963 chúng ta có một cổ phiếu Tính toán chấn động, ảnh hưởng vô cùng lớn tới kết quả, và cổ phiếu Tổng quát cũng góp phần trong đó, tạo nên một năm kỷ lục. Nếu kết quả cổ phiếu Tính toán bình thường, (ví dụ như năm 1962) chúng ta sẽ kém hơn chỉ số Dow nhiều. Ở đây, không phải danh sách đa dạng của chúng ta tạo nên điều kỳ diệu đó, mà đúng hơn là do hoàn cảnh tuyệt vời tạo nên.

Cuối cùng, cổ phiếu Tính toán năm 1964 lại là sự kéo lùi kết quả cả năm. Đây là chuyện rất bình thường trong suốt một năm tăng trưởng dương mạnh đối với thị trường như năm 1964, nhưng chúng sẽ còn kéo lùi kết quả hơn cả dự kiến. Nhìn lại, sẽ tốt hơn nếu chúng ta đầu tư toàn bộ vào cổ phiếu Tổng quát, nhưng đương nhiên, chúng ta không đầu tư trong quá khứ được.

Tôi hy vọng bảng biểu trên đây có thể giúp các anh thấy rằng kết quả trong một năm chịu ảnh hưởng của nhiều biến số – một số biến số mà chúng ta có ít kiểm soát hoặc hiểu biết sâu. Chúng ta coi rằng mọi hạng mục đều là những việc kinh doanh tốt và chúng ta vui rằng có vài hạng mục để trông cậy vào hơn là chỉ một mục. Mỗi hạng mục lại phân loại nhiều hơn và giảm khả năng chúng ta hoàn toàn dừng hoạt động chỉ vì loại bỏ cơ hội trong chỉ một hạng mục riêng lẻ.

Bắt tay vào đầu tư chênh lệch giá

Bạn sẵn sàng bắt đầu mua bán chênh lệch giá chưa? Có mong ngóng tạo mức lợi nhuận trung bình chưa bao gồm vốn vay ở mức 20% không? Hãy bước đi một cách thận trọng. Thành công của Buffett trong hạng mục này khiến nó trông có vẻ đơn giản hơn thực tế – điều tệ hại nằm ở chi tiết của những giao dịch này và việc chọn nhầm bên trong các trường hợp mua chênh lệch sáp nhập có thể phải trả giá rất đắt. Như bất kỳ hạng mục nào trong ba hạng mục đầu tư của Buffett, chỉ tiến hành đầu tư khi nào bạn đang trong vòng tròn khả năng của mình – bạn phải hiểu mình đang làm gì trước khi làm điều đó. Bởi vì lợi nhuận chưa có vốn vay, chưa tính cả năm, thường

khá nhỏ, nên khoảng tin cậy phải cực kỳ cao mới có thể làm được điều này. Trừ khi cơ hội mua bán chênh lệch giá là rõ ràng, những loại giao dịch kiểu này tốt nhất không nên đụng tới.

Khi đọc ví dụ về trường hợp công ty Xăng dầu Quốc gia Texas, hãy tự hỏi chính mình xem bạn có đủ khả năng đánh giá việc tình trạng phi lợi nhuận (eleemosynary status) (vâng, tôi cũng phải tra từ này) của Đại học Nam California sẽ không phải là vấn đề đối với Sở Thuế vụ Mỹ, cũng như cơ cấu tài chính của công ty ABC có được phép trong trường hợp này không.

Ví dụ BPL: Công ty Xăng dầu Quốc gia Texas, Thư gửi thành viên góp vốn cuối năm 1963

18 THÁNG 1 NĂM 1964

Đây là cổ phiếu dạng Tính toán không có gì đặc biệt từ nguồn cổ phiếu Tính toán số một trong những năm gần đây – việc bán các công ty sản xuất dầu khí.

Công ty Xăng dầu Quốc gia Texas (TNP) là một nhà sản xuất khá nhỏ mà tôi có biết sơ qua được vài năm.

Đầu năm 1962, tôi nghe có tin đồn về việc bán công ty cho Tập đoàn dầu khí California. Tôi không bao giờ hành động dựa trên những thông tin như vậy, nhưng ở trường hợp này, thông tin đó là chính xác và sẽ kiếm được nhiều lợi nhuận đáng kể hơn nếu chúng ta nhảy vào ở giai đoạn đang còn là tin đồn hơn là giai đoạn công bố. Tuy nhiên, đó là việc của người khác, không phải của tôi.

Đầu tháng 4 năm 1962, các điều khoản chung của thương vụ được công bố. TNP có ba loại chứng khoán đang lưu hành:

1. 6,5% trái phiếu có thể thu hồi ở mức 104,25 có trả lãi cho tới khi thương vụ diễn ra và sẽ được thu hồi vào thời điểm đó. Có 6,5 triệu đô la cổ phiếu lưu hành mà chúng ta đã mua với 264.000 đô la tiền vốn trước khi thương vụ được chốt.

2. Khoảng 3,7 triệu cổ phiếu phổ thông, trong đó các nhân viên và hội đồng quản trị sở hữu khoảng 40%. Báo cáo bổ nhiệm ước tính khoản tiền thu được từ việc thanh lý là 7,42 đô la một cổ phiếu. Chúng ta đã mua 64.035 cổ phiếu trong vòng khoảng sáu tháng gì đó giữa thời gian công bố và thời gian chốt thương vụ.

3. 650.000 giấy chứng nhận mua cổ phiếu phổ thông với giá 3,50 đô la một cổ phiếu. Sử dụng mức ước lượng 7,42 trên báo cáo bổ nhiệm làm giá của cổ phiếu Tính toán dưới dạng cổ phiếu phổ thông, ta có 3,92 đô la là gái cổ phiếu Tính toán trên giấy chứng nhận. Chúng ta có thể mua 83.200 giấy chứng nhận tức khoảng 13% tổng lượng phát hành trong vòng sáu tháng.

Nguy cơ các cổ đông phản đối bằng không. Thỏa thuận này đã được đàm phán bởi các cổ đông nắm quyền kiểm soát, và giá mua tốt. Bất kỳ giao dịch nào như vậy đều chịu ảnh hưởng của việc tìm kiếm quyền sở hữu, ý kiến pháp lý, v.v., nhưng rủi ro này cũng có thể xác định ở mức gần bằng không. Không có vấn đề gì về chống độc quyền. Tuy nhiên việc không có vấn đề gì về pháp lý hay luật chống độc quyền không phải dễ dàng như vậy trong mọi trường hợp.

Điểm khó khăn duy nhất là cần phải đạt được các phán quyết về thuế cần thiết. Tập đoàn đang sử dụng phương thức thanh toán sản lượng[(55)] theo tiêu chuẩn ABC. Đại học Nam California (USC) là người nắm giữ thanh toán sản lượng của công ty và có sự trì hoãn do tình trạng phi lợi nhuận của trường.

Điều này đặt ra một vấn đề mới đối với Sở Thuế vụ, nhưng chúng ta hiểu USC sẵn sàng từ bỏ tình trạng phi lợi nhuận này, để lại cho trường khoản lợi nhuận thỏa đáng sau khi vay tất cả số tiền có được từ ngân hàng. Mặc dù giải quyết việc này có thể gây chậm trễ, nhưng không phải là mối đe dọa đối với thỏa thuận mua bán.

Khi bên ta nói chuyện với công ty vào ngày 23 và 24 tháng 4, họ ước tính rằng việc chốt thỏa thuận sẽ diễn ra vào tháng 8 hoặc tháng 9. Các tài liệu ủy quyền được gửi ngày 9 tháng 5 và chỉ rõ việc thương

vụ “sẽ được hoàn thành trong mùa hè năm 1962 và trong vòng vài tháng sau đó, phần lớn hơn của số tiền thu được sẽ được phát mại cho các cổ đông.” Như đã đề cập lúc trước, mức giá ước lượng một cổ phiếu là 7,42 đô la. Bill Scott tham dự cuộc họp cổ đông ở Houston vào ngày 29 tháng 5, cuộc họp vẫn chỉ ra thỏa thuận dự kiến chốt ngày 1 tháng 9.

Dưới đây là các trích đoạn từ các cuộc trao đổi qua điện thoại với nhân viên công ty trong những tháng sau đó:

Vào ngày 18 tháng 6, thư ký công ty nói, “Tập đoàn được thông báo rằng một phán quyết có lợi của Sở Thuế vụ đang được lập ra nhưng phải được thông qua bởi thêm các thành viên khác nữa của Sở. Chúng tôi vẫn đang hy vọng nhận được phán quyết vào tháng Bảy.”

Vào ngày 24 tháng 7, chủ tịch tập đoàn nghĩ phán quyết của Sở sẽ có vào “đầu tuần sau.”

Ngày 13 tháng 8, kế toán trưởng thông báo với chúng ta rằng TNP, Tập đoàn Dầu khí và cán bộ trường USC đều đang ở Washington nỗ lực bàn luận về phán quyết.

Tới ngày 18 tháng 9, cũng người kế toán trưởng báo lại, “Vẫn chưa có tin tức gì cả, mặc dù Sở Thuế vụ nói có thể sẽ có phán quyết vào tuần tới.”

Khoản tiền chi trả ước tính vẫn là 7,42 đô la.

Phán quyết đạt được vào cuối tháng 9, và thỏa thuận được đóng vào ngày 31 tháng 10. Trái phiếu của ta được thu hồi ngày 13 tháng 11. Chúng ta chuyển đổi giấy chứng nhận sang cổ phiếu phổ thông ngay sau đó và nhận thanh toán từ các cổ phiếu đó với giá 3,50 đô la tại thời điểm ngày 14 tháng 12 năm 1962; 3,90 đô la ngày 4 tháng 2 năm 1963, và 15 xu ngày 24 tháng 4 năm 1963. Chúng ta vẫn có thể vớt vát 4 xu nữa trong vòng một hoặc hai năm tới. Với 147.235 cổ phiếu (sau khi đã đổi chứng nhận), 4 xu mỗi cổ phiếu cũng là đáng kể.

Điều này thể hiện hai nét đặc điểm thường xảy ra: (1) thỏa thuận kéo dài thời gian hơn kế hoạch ban đầu; và (2) tiền hoàn vốn thường có xu hướng đạt hơn mức trung bình tốt hơn một chút so với ước

tính. Với TNP, thời gian kéo dài thêm vài tháng và chúng ta tăng thêm được vài phần trăm.

Kết quả tài chính có được từ TNP được thể hiện dưới đây:

Chúng ta đầu tư 260.773 đô la vào trái phiếu trong khoảng thời gian nắm giữ trung bình dưới năm tháng, nhận được mức lãi suất 6,5% trên số tiền đầu tư và thu về 14.446 đô la lợi nhuận vốn[(56)]. Điều này dẫn đến tổng lợi suất sinh lời xấp xỉ 20% mỗi năm.

Với cổ phiếu và chứng nhận, chúng ta thu được 89.304 đô la lợi nhuận vốn, và chúng ta vẫn còn cuống phiếu có giá trị hiện tại 2.946 đô la. Từ một khoản đầu tư 146.000 đô la vào tháng 4, khoản nắm giữ lên tới 731.000 đô la vào tháng 10. Dựa trên thời điểm đồng tiền sử dụng, mức lợi suất rơi vào khoảng 22% một năm.

Ở cả hai trường hợp, lợi nhuận được tính toán trên tổng tài sản đầu tư. Tôi cảm thấy chắc chắn rằng một chút tiền vốn vay là bảo đảm an toàn cho danh mục đầu tư cổ phiếu Tính toán, nhưng cũng cảm thấy đây là một cách thức rất nguy hiểm so với cổ phiếu Tổng quát.

Chúng ta không trình bày về TNP như là một chiến thắng động trời nào đó. Chúng ta có những cổ phiếu Tính toán tốt hơn nhiều và có vài cổ phiếu Tính toán lại kém hơn nhiều. Đó là điển hình trong hoạt động làm ăn thường ngày của chúng ta. Chúng ta cố gắng thu thập mọi dữ liệu có thể, tiếp tục theo kịp sự phát triển, và định giá tất cả dựa theo kinh nghiệm của chúng ta. Chắc chắn chúng ta không tham dự vào mọi vụ mua bán xuất hiện – có những biến đổi to lớn trong sự hấp dẫn của những thương vụ này. Khi một trường hợp cổ phiếu Tính toán thất bại, sự sụt giảm giá trị thị trường là vô cùng lớn. Vì thế, ta không thể cho phép mắc quá nhiều sai lầm, mặc dù chúng ta hoàn toàn nhận thức được rằng sai lầm là chuyện thi thoảng vẫn xảy ra.

Bài học từ Thư gửi thành viên góp vốn: Cổ phiếu Tính toán

NGÀY 24 THÁNG 1 NĂM 1962

Hạng mục thứ hai của chúng ta bao gồm các chứng khoán "Tính toán". Đây là những cổ phiếu đem lại kết quả tài chính phụ thuộc vào hành vi của doanh nghiệp hơn là các yếu tố cung cầu tạo ra bởi người mua và người bán cổ phiếu. Nói cách khác, đó là những cổ phiếu có một thời gian biểu mà chúng ta có thể dự đoán, trong mức giới hạn sai số hợp lý, khi nào thì thu lời bao nhiêu và những gì có thể ảnh hưởng làm hỏng kế hoạch. Các hoạt động của doanh nghiệp như sáp nhập, thanh lý, tái cấu trúc, tách công ty, v.v. đều dẫn tới trường hợp "cổ phiếu Tính toán". Một nguồn quan trọng trong những năm gần đây là việc bán các công ty sản xuất dầu cho các công ty dầu khí lớn.

Hạng mục này sinh lời tương đối ổn định qua các năm, không phụ thuộc vào diễn biến thị trường chứng khoán ở một mức độ lớn. Rõ ràng, nếu chúng ta đầu tư suốt cả năm với một tỉ trọng lớn trong danh mục đầu tư vào cổ phiếu Tính toán, chúng ta sẽ đạt kết quả kinh doanh cực tốt nếu năm đó thị trường đi xuống hoặc khá tệ nếu năm đó thị trường tăng trưởng mạnh mẽ. Qua nhiều năm, cổ phiếu Tính toán trở thành hạng mục lớn thứ hai của chúng ta. Vào bất cứ thời điểm nào, chúng ta đều có từ năm đến mười lăm loại chứng khoán này; một số mới chỉ bắt đầu và một số khác đang ở giai đoạn phát triển cuối. Tôi tin tưởng vào việc sử dụng tiền vốn vay để đền bù cho một phần trong danh mục đầu tư dành cho cổ phiếu tính Toán bởi xét cả hai khía cạnh là kết quả sau cùng và hành vi thị trường, cổ phiếu này có một độ an toàn cao. Kết quả, chưa bao gồm lợi nhuận từ tiền vốn vay, thường rơi vào khoảng 10% đến 20%. Hạn mức của tôi tự đặt ra cho số tiền vốn vay là 25% giá trị tài sản ròng của Công ty Hợp danh. Đôi khi chúng ta không nợ gì cả và khi chúng ta có vay mượn, đó chỉ là một sự bù đắp cho cổ phiếu Tính toán.

NGÀY 18 THÁNG 1 NĂM 1965

Về dài hạn, tôi kỳ vọng cổ phiếu Tính toán sẽ đạt được mức tăng trưởng tương tự cổ phiếu Tổng quát khi so với chỉ số Dow.

NGÀY 24 THÁNG 1 NĂM 1968

Cũng như ở các hạng mục khác, chúng ta có xu hướng tập trung vào hạng mục cổ phiếu Tính toán chỉ vài trường hợp mỗi năm. Công cụ này đem đến cho chúng ta một kết quả hàng năm biến động hơn trường hợp chúng ta sử dụng phương pháp toàn diện. Tôi tin rằng phương pháp của chúng ta sẽ tạo ra lợi nhuận lớn (hoặc lớn hơn) trên nền tảng dài hạn, nhưng không thể chứng minh chỉ qua năm 1967.

NGÀY 18 THÁNG 1 NĂM 1964

... Trong hạng mục này chúng ta không nói đến những tin đồn hay “thông tin nội bộ” liên quan tới những diễn biến như vậy, mà là nói về những hoạt động được thông báo công khai của loại cổ phiếu này. Chúng ta đợi tới khi chúng ta đọc được về nó trên báo. Rủi ro đi kèm chủ yếu không phải là về hành vi nói chung của thị trường (mặc dù đôi khi vẫn gắn với nó ở một mức độ nào đó), mà thay vào đó là về những thứ mà có thể làm hỏng kế hoạch mua bán, khiến sự tiến triển kỳ vọng không thể được hiện thực hóa.

... Lợi nhuận gộp của nhiều cổ phiếu tính toán dường như có vẻ ít ỏi. Một người bạn của tôi đã nói về loại cổ phiếu này là kiếm được đồng năm xu cuối cùng trong khi những người khác đã kiếm được chín lăm xu đầu tiên. Tuy nhiên, việc dự báo cùng với thời gian nắm giữ ngắn tạo ra mức lợi suất năm khá tốt. Hạng mục này đem đến cho chúng ta khoản lợi nhuận tuyệt đối qua các năm ổn định hơn các cổ phiếu Tổng quát. Trong những năm thị trường đi xuống, cổ phiếu này tích lũy lợi thế lớn cho chúng ta; còn trong thị trường giá lên, nó lại kéo kết quả của ta đi xuống. Về dài hạn, tôi kỳ vọng nó sẽ đạt mức tăng tăng trưởng tương tự cổ phiếu Tổng quát khi so với chỉ số Dow.

Như tôi đã đề cập trước đây, việc phân chia danh mục đầu tư giữa ba hạng mục được quyết định chủ yếu do ngẫu nhiên hoặc tính sẵn có của loại cổ phiếu đó. Vì vậy, trong một năm thị trường tăng trưởng âm, việc ta đầu tư chủ yếu vào cổ phiếu Tổng quát hay cổ phiếu Tính toán phần lớn là theo may mắn, nhưng nó vẫn ảnh hưởng vô cùng lớn tới kết quả đầu tư của chúng ta so với thị trường. Đây là một trong những lý do tại sao kết quả của chỉ riêng một năm có tầm quan

trọng thứ yếu, dù tốt hay xấu, và không bao giờ nên được quá coi trọng.

Khi tài sản của chúng ta tăng lên, nếu có bất kỳ xu hướng nào, thì tôi kỳ vọng đi theo hướng cổ phiếu Kiểm soát, loại cổ phiếu từ bấy lâu nay luôn là hạng mục nhỏ nhất của chúng ta. Có thể kỳ vọng của tôi vào loại cổ phiếu này là sai lầm – nhưng đương nhiên, phần lớn phụ thuộc vào những động thái trong tương lai của thị trường, thứ mà phán đoán của mọi người cũng như của tôi vậy (tức là chẳng có phán đoán nào cả). Tại thời điểm này, phần lớn vốn của chúng ta đầu tư vào cổ phiếu Tổng quát, đứng thứ hai là cổ phiếu Tính toán , và cổ phiếu Kiểm soát đứng thứ ba.

Tóm lược

Cổ phiếu tính toán và các dạng thức khác của buôn bán chênh lệch giá là một khu vực sinh lời hấp dẫn, chứa đựng lợi ích của việc đa dạng hóa nguồn tạo lợi nhuận hàng năm theo cách vẫn bảo vệ kết quả tổng quát trong tình trạng thị trường đi xuống. Chúng là cách Buffett tiêu tốn năng lượng của mình khi tình trạng tổng quan của thị trường đang lên cao – không làm gì trong tình trạng "không có gì để làm" có thể là cả một thử thách với những nhà đầu tư tràn đầy năng lượng như ông. Vài năm sau, Charlie Munger nói khi ông ký phê duyệt cổ phiếu Tính toán, "Được, ít nhất anh cũng không vào tù." Nhưng với Buffett, điều này nghĩa là mức lợi suất trung bình 20% một năm. Khi giá cổ phiếu tăng, cổ phiếu Tính toán chiếm một phần lớn hơn trong tổng vốn. Khi cơ hội đầu tư vào cổ phiếu Tổng quát có nhiều, tỉ lệ phần trăm cổ phiếu Tính toán sẽ thu nhỏ lại.

Bất kỳ ai cũng có thể thu được lợi nhuận từ các chào giá cổ phiếu Tính toán đa dạng, nhưng cổ phiếu Tính toán không phải là thứ mà ai cũng có thể thoải mái đầu tư. Với những người không thấy thoải mái với loại cổ phiếu này, vẫn còn những con đường khác có thể đem lại lợi nhuận cao và cũng không tương quan quá chặt chẽ với xu hướng chung hàng ngày của thị trường. Nếu bạn nghĩ cổ phiếu Tính toán không dành cho bạn, thì các doanh nghiệp sở hữu tư nhân có thể có hiệu quả với bạn. Chúng ta sẽ tìm hiểu thêm về một dạng cổ phiếu này, được gọi là cổ phiếu Kiểm soát, được trình bày ở Chương sau.

CHƯƠNG 8
CỔ PHIẾU KIỂM SOÁT

"Chúng ta không muốn hoạt động chỉ vì để hoạt động cho có. Nếu mọi thứ không có gì thay đổi, tôi thà để người khác làm thay. Tuy nhiên, khi cần một vai trò chủ động để tối ưu hóa việc sử dụng vốn, mọi người có thể chắc rằng chúng ta không đứng trong cánh gà."

– NGÀY 20 THÁNG 1 NĂM 1966

Hãy tưởng tượng có một nhóm ông già bụng phệ đang đóng vai trò các thành viên hội đồng quản trị của một công ty đại chúng nhỏ vào cuối những năm 1950. Nhóm người này đang tập trung lại để *thảo luận* và *rà soát lại* việc kinh doanh (một mô tả khái quát các hoạt động của họ). Họ thấy việc kinh doanh đó khá thú vị, đủ đơn giản để quản lý, dễ dàng để hiểu và không ai đặt ra quá nhiều câu hỏi hay tạo ra quá nhiều công việc thêm. Hơn nữa, họ tự trả lương cho mình một cách rất hào phóng. Mức giá trả cho các cổ đông nằm dưới trong danh sách ưu tiên, đấy là trong trường hợp nó được cho vào danh sách ưu tiên. Vì thế, mọi thứ đột ngột thay đổi khi họ biết rằng một người mà họ chưa bao giờ nghe tới đã thu mua 20% cổ phiếu lưu hành và giờ nắm quyền kiểm soát 20% công ty. Gã này là ai? Mục đích của hắn là gì khi kiểm soát đủ số cổ phần để có tiếng nói quan trọng trong hoạt động của công ty?

Đây là viễn cảnh tôi thích tưởng tượng vào lúc khởi đầu một loạt sự kiện của Sanborn Map, khoản đầu tư Kiểm soát đầu tiên của Công ty Hợp danh. Hãy tưởng tượng về phản ứng của đội ngũ hội đồng quản trị khi Buffett xuất hiện lần đầu tiên vào năm 1959. Họ hẳn phải sốc *ít nhất* là hai lần: lần đầu tiên khi họ gặp Buffett, khi đó chàng trai trẻ của chúng ta vẫn chưa bước sang tuổi ba mươi, và một lần nữa khi Buffett yêu cầu một phần danh mục đầu tư chứng khoán khổng lồ của Sanborn, mà chỉ riêng từng đó đã có giá trị 65 đô la một cổ phiếu (ròng), nhiều hơn giá trị thị trường của cổ phiếu cả công ty 20 đô la.

Không có gì nghi ngờ rằng những ông bạn ở Sanborn chẳng biết họ đang phải đối đầu gì với Buffeet... lúc ban đầu. Và họ sẽ sớm tìm ra thôi.

Dưới đây là câu chuyện đầy đủ từ bức thư của Buffett ngày 30 tháng 1 năm 1961. Khi đọc bức thư này, có hai điều bạn phải luôn nhớ trong đầu: Thứ nhất, đây là một công ty rất nhỏ. Tài sản ghi trên sổ sách chỉ có 4,3 triệu đô la, hay 35 triệu đô tính theo giá trị đồng tiền năm 2015. Thứ hai, Buffett đầu tư hơn một phần ba trong khoản đầu tư của Công ty Hợp danh vào cổ phiếu này.

Ví dụ của BPL: Công ty Sanborn Map

NGÀY 30 THÁNG 1 NĂM 1961

Năm ngoái tôi có nhắc tới một khoản đầu tư chiếm tỉ trọng lớn và bất thường (30%) trong giá trị tài sản ròng của chúng ta với bình luận rằng tôi hy vọng khoản đầu tư này sẽ được chốt vào năm 1960. Mong ước này đã trở thành hiện thực. Lịch sử của món đầu tư ở mức độ này có thể gây hứng thú với các anh.

Công ty Sanborn Map là công ty làm việc trong ngành xuất bản và liên tục sửa đổi các bản đồ vô cùng chi tiết của tất cả các thành phố trên khắp nước Mỹ. Ví dụ thế này, khối lượng bản đồ Ohama có thể nặng khoảng năm mươi pound (xấp xỉ 22,67 kg) và cung cấp từng chi tiết nhỏ trong mỗi công trình cấu trúc. Bản đồ được sử đổi bởi phương pháp vẽ chồng lên, cho thấy những công trình mới, những nơi cư trú đã thay đổi, các cơ sở phòng cháy chữa cháy mới, vật liệu cấu trúc thay đổi, v.v. Các bản sửa đổi sẽ được thực hiện hầu như thường niên, và cứ mỗi hai mươi hoặc ba mươi năm sẽ có một bản đồ mới được xuất bản, khi mà không thể vẽ chồng lên được nữa. Chi phí để sửa đổi bản đồ cho một khách hàng ở Ohama rơi vào khoảng 100 đô la mỗi năm.

Các thông tin chi tiết này bao gồm đường kính ống dẫn nước dưới lòng đất, vị trí vòi nước cứu hỏa, kết cấu mái nhà, v.v. chủ yếu sử dụng cho các công ty bảo hiểm phòng cháy. Phòng phát hành bảo lãnh của họ nằm ở văn phòng trung tâm, có thể định giá doanh nghiệp bởi các đại lý trên khắp đất nước. Lý thuyết là một bức hình giá trị bằng cả nghìn lời, và việc định giá như vậy sẽ quyết định xem rủi ro có được đánh giá đúng mức không, mức độ khả năng cháy nổ tại một khu vực, thủ tục tái bảo hiểm hợp lý, v.v. Phần lớn việc kinh doanh của Sanborn được thực hiện với khoảng ba mươi công ty bảo hiểm, mặc dù bản đồ cũng được bán cho các khách hàng ngoài ngành bảo hiểm như các công ty cơ sở hạ tầng công cộng, các công ty cho vay thế chấp, và các cơ quan thuế.

Trong vòng bảy lăm năm, doanh nghiệp hoạt động gần như theo cách thức độc quyền, với lợi nhuận mỗi năm thu về miễn nhiễm gần như tuyệt đối với suy thoái kinh tế và không có bất cứ nhu cầu nào phải nỗ lực bán hàng. Trong những năm đầu doanh nghiệp hoạt động, ngành công nghiệp bảo hiểm sợ rằng lợi nhuận của Sanborn có thể quá lớn nên đã cắt cử một số nhân lực có tài bên ngành bảo hiểm qua đảm nhiệm vai trò trong hội đồng quản trị của Sanborn, với tư cách giám sát.

Vào đầu những năm 1950, một phương pháp cạnh tranh trong bảo lãnh được gọi là “carding[57]” đã ảnh hưởng lớn tới tình hình kinh doanh của Sanborn và lợi nhuận sau thuế của việc kinh doanh bản đồ sụt giảm từ mức trung bình năm trên 500.000 đô la vào cuối những năm 1930 xuống dưới 100.000 đô la trong năm 1958 và 1959. Xét chiều hướng đi lên của nền kinh tế trong thời kỳ này, điều này chẳng khác gì mất đi toàn bộ khả năng sinh lời có quy mô lớn và ổn định.

Tuy nhiên, trong những năm đầu 1930, Sanborn đã bắt đầu xây dựng tích lũy một danh mục đầu tư. Không có yêu cầu vốn nào đối với việc kinh doanh nên lợi nhuận giữ lại[58] có thể dành cho dự án này. Qua thời gian, khoảng 2,5 triệu đô la đã được đầu tư, khoảng một nửa đầu tư vào trái phiếu, một nửa vào cổ phiếu. Vì vậy, đặc biệt trong một thập kỷ vừa qua, danh mục đầu tư đã thành công trong khi việc kinh doanh bản đồ suy yếu.

Hãy để tôi nói qua cho mọi người một chút về chiều hướng ngược

nhau của hai yếu tố này. Vào năm 1938, khi Chỉ số trung bình công nghiệp Dow-Jones nằm trong khoảng 100-120, Sanborn bán cổ phiếu với giá 110 đô la một cổ phiếu. Năm 1958, với chỉ số trung bình nằm trong khoảng 550, Sanborn bán cổ phiếu với giá 45 đô la một cổ phiếu. Cũng trong cùng khoảng thời gian đó, giá trị danh mục đầu tư của Sanborn tăng từ khoảng 20 đô la một cổ phiếu lên tới 65 đô la một cổ phiếu. Trên thực tế, điều này nghĩa là, người mua cổ phiếu của Sanborn năm 1938 đang định giá tích cực ở mức 90 đô la một cổ phiếu cho việc kinh doanh bản đồ (110 đô la trừ đi 20 đô la khoản đầu tư không liên quan tới kinh doanh bản đồ) trong một năm kinh doanh suy thoái và điều kiện thị trường chứng khoán trì trệ. Vào năm 1958 khi diễn biến thị trường còn dữ dội hơn nhiều, cũng chính việc kinh doanh bản đồ đó được định giá ở mức âm 20 đô vì người mua cổ phiếu không sẵn sàng trả thêm 70 xu cho những đồng tiền trong danh mục đầu tư của họ trong khi mảnh kinh doanh bản đồ là cho không.

Làm thế nào chuyện như vậy lại xảy ra? Sanborn năm 1958 cũng như 1938 đều sở hữu nguồn tài nguyên thông tin có giá trị vô cùng lớn đối với ngành bảo hiểm. Để làm lại những thông tin chi tiết họ đã thu thập qua hàng năm trời sẽ phải mất đến hàng chục triệu đô la. Bất chấp "carding", 500 triệu đô la phí bảo hiểm cháy nổ đã được bảo lãnh bởi các công ty "bản đồ". Tuy nhiên, phương pháp bán, đóng gói sản phẩm của Sanborn, và các thông tin vẫn giữ nguyên không đổi suốt cả năm và cuối cùng sự trì trệ này đã được phản ánh qua lợi nhuận thu về.

Sự thật rằng danh mục đầu tư đã đem lai những kết quả rất tốt, khiến trong con mắt của hầu hết các thành viên hội đồng quản trị, nhu cầu làm sống lại việc kinh doanh bản đồ giảm thiểu tới mức nhỏ nhất. Sanborn có lượng bán hàng khoảng 2 triệu đô la mỗi năm và sở hữu lượng chứng khoán khả mại với giá trị 7 triệu đô la. Thu nhập có được từ danh mục đầu tư là rất đáng kể, công ty chẳng có gì phải lo lắng về tài chính nữa, các công ty bảo hiểm hài lòng với mức giá họ trả để mua bản đồ, và các cổ đông thì vẫn nhận được cổ tức. Tuy nhiên, khoản cổ tức này đã bị cắt giảm khoảng năm lần trong vòng tám năm, mặc dù tôi không thể tìm thấy bản ghi chép nào liên quan tới việc cắt giảm mức lương hay chi phí cho hội đồng quản trị và các ủy ban.

Trước khi tôi tham gia vào hội đồng quản trị, trong số mười bốn

thành viên có chín người là những nhân vật xuất sắc từ ngành bảo hiểm, họ nắm giữ tổng 46 cổ phiếu trong số 105.000 cổ phiếu đang lưu hành. Bất chấp những người này nắm giữ các vị trí đứng đầu trong nhiều công ty lớn, thể hiện tình hình tài chính mà hoàn toàn có khả năng tối thiểu mua cổ phiếu mức độ ở vừa phải, thì người nắm giữ nhiều nhất trong số họ cũng chỉ có mười cổ phiếu. Trong một vài trường hợp, các công ty bảo hiểm mà những người này điều hành, cũng sở hữu một khối lượng nhỏ cổ phiếu, nhưng đây chỉ là khoản đầu tư tượng trưng so với các danh mục đầu tư họ nắm giữ. Suốt một thập kỷ qua, các công ty bảo hiểm là những người bán duy nhất trong bất kỳ giao dịch nào liên quan tới cổ phiếu của Sanborn.

Vị thành viên hội đồng quản trị thứ mười là luật sư của công ty, nắm giữ mười cổ phiếu. Vị thứ mười một là một giám đốc ngân hàng với mười cổ phiếu, người nhận ra và chủ động chỉ ra các vấn đề của công ty và rồi sau đó bổ sung thêm vào cổ phần nắm giữ của mình. Hai vị thành viên hội đồng quản trị tiếp theo là các viên chức cấp cao của Sanborn sở hữu tổng 300 cổ phiếu. Hai nhân viên cấp cao này là những người có năng lực, ý thức được những vấn đề của công ty, nhưng vai trò của họ không được hội đồng quản trị coi trọng. Thành viên cuối cùng của hội đồng là con của một vị chủ tịch đã qua đời của Sanborn. Người góa phụ sở hữu 15.000 cổ phiếu công ty.

Vào cuối năm 1958, người con, không lấy làm vui với hướng đi của doanh nghiệp, đòi được nắm vị trí đứng đầu trong công ty, nhưng bị từ chối. Anh nộp đơn từ chức và được chấp thuận. Ngay sau đó, chúng ta gửi chào giá cho người mẹ để mua lại số cổ phần đó và được bà chấp nhận. Vào thời điểm ấy, có hai khoản nắm giữ cổ phần lớn, một là khoản khoảng 10.000 cổ phiếu (phân tán giữa các khách hàng của một hãng môi giới) và một khoản khoảng 8.000 cổ phiếu. Những người này không bằng lòng với tình trạng công ty và muốn có sự tách biệt danh mục đầu tư khỏi việc kinh doanh bản đồ, và chúng ta cũng vậy.

Sau đó số cổ phiếu nắm giữ của chúng ta (bao gồm cả của các cộng sự) tăng lên qua mua bán trên thị trường mở, lên tới 24.000 cổ phiếu và tổng số cổ phiếu của ba nhóm trên tăng tới 46.000 cổ phiếu. Chúng ta hy vọng có thể tách riêng hai việc kinh doanh, thu về giá trị hợp lý của danh mục đầu tư và hành động để xây dựng lại khả năng sinh lời của việc kinh doanh bản đồ. Ở đây dường như vẫn còn cơ hội thực sự để tăng lên gấp nhiều lần lợi nhuận kinh doanh bản đồ qua

việc sử dụng nguồn tài liệu thô giàu có kết hợp với các phương pháp điện tử để chuyển đổi những dữ liệu này sang dạng dễ sử dụng nhất cho khách hàng.

Hội đồng quản trị phản đối rất gay gắt bất kỳ kiểu thay đổi nào, đặc biệt là khi được khởi xướng bởi một người ngoài, mặc dù ban quản lý hoàn toàn đồng lòng nhất trí với kế hoạch của chúng ta; và một kế hoạch tương tự cũng được đề xuất bởi Booz, Allen và Hamilton (các chuyên gia quản trị). Để tránh một trận chiến giành quyền lãnh đạo (mà có khả năng cao không xảy ra và nếu có thì chúng ta cũng chắc chắn giành chiến thắng) và để tránh việc trì hoãn khi có một phần lớn tiền của Sanborn đang mắc kẹt trong loại cổ phiếu bluechip[59] mà tôi không mấy quan tâm về giá trị hiện thời, một kế hoạch được đề ra cho những cổ đông ở mức giá hợp lý muốn rút lui. Ủy ban Chứng khoán và Sàn giao dịch Mỹ phán quyết công nhận tính công bằng của kế hoạch. Khoảng 72% cổ phiếu của Sanborn, liên quan đến 50% trong tổng số 1.600 cổ đông, đã được đổi lấy chứng khoán trong danh mục đầu tư ở mức giá hợp lý. Việc kinh doanh bản đồ bị bỏ lại cùng hơn 1,25 triệu đô la trái phiếu chính phủ và trái phiếu địa phương đóng vai trò như một quỹ dự trữ, và khoản thuế thặng dư trên vốn doanh nghiệp tiềm năng trên một triệu đô la được xóa bỏ. Các cổ đông còn lại có giá trị tài sản tăng nhẹ, với lợi tức trên mỗi cổ phiếu tăng đáng kể và cả tỉ suất cổ tức cũng tăng.

Tất nhiên, những tình tiết có chút giống một bộ phim như ở trên đây chỉ là sự mô tả rất tóm tắt của hoạt động đầu tư này. Tuy nhiên, nó cũng nhấn mạnh sự thiết yếu của tính bí mật trong hoạt động đầu tư, cũng như sự vô ích trong việc đo lường kết quả trong khoảng thời gian ngắn một năm. Những hoạt động đầu tư kiểm soát như vậy có thể không quá thường xuyên xảy ra. Việc kinh doanh thường ngày của chúng ta chính là mua các chứng khoán bị định giá thấp hơn giá trị của nó và bán khi đã được điều chỉnh định giá đúng đắn, cùng với việc đầu tư vào các tình huống đặc biệt khi lợi nhuận phụ thuộc vào doanh nghiệp hơn là hành vi thị trường. Chừng nào quỹ đầu tư Công ty Hợp danh vẫn tiếp tục lớn dần, thì vẫn có thể có thêm nhiều cơ hội "tình thế kiểm soát."

Bài học từ cổ phiếu Kiểm soát

Sau Sanborn, Buffett tiếp tục thực hiện các giao dịch cổ phiếu Kiểm soát trong suốt thời quãng thời gian còn lại ở Công ty Hợp danh và bàn luận hai trường hợp khác nữa là Dempster Mill và Berkshire Hathaway, một cách rất chi tiết. Mỗi trường hợp đều đem đến những cái nhìn sâu sắc cho các nhà đầu tư ngày nay; mỗi trường hợp đều có cách riêng để tỏ rõ sự kết nối giữa giá trị của một cổ phiếu với giá trị của một doanh nghiệp, theo cái cách mà giúp tách biệt giá trị kinh tế thực sự khỏi những con số trên sổ sách.

Bạn có thể nghe người khác nói rằng thuật ngữ *đầu tư giá trị* là thừa thãi, bởi sự đầu tư nào chẳng dựa trên giá trị – chẳng ai cố tình trả nhiều tiền hơn giá trị của cổ phiếu cả. Điều này có chút gì đó tương tự như khái niệm "đầu tư" vào một doanh nghiệp, trái với khái niệm ở trong doanh nghiệp đó. Cổ phiếu chỉ đơn giản là một con đường qua đó chúng ta sở hữu tài sản của một công ty. Khi chúng ta đầu tư vốn vào cổ phiếu công ty đó, là chúng ta đã tham gia vào hoạt động kinh doanh của nó. Vào năm 1960, một phần ba vốn của Công ty Hợp danh đã đổ vào cổ phiếu của Sanborn, nghĩa là một phần ba Công ty Hợp danh nằm trong việc kinh doanh bản đồ bảo hiểm và quản lý danh mục đầu tư chứng khoán. Khi thảo luận về cổ phiếu Kiểm soát, Buffett dạy chúng ta rằng đừng nghĩ "đầu tư vào cổ phiếu" mà thay vào đó hãy nghĩ "tham gia vào một doanh nghiệp."

Dù bạn đang quản lý hay định giá một doanh nghiệp, một câu hỏi luôn phải được đặt lên trên hết: *giá trị của nó là gì*, ở cả hai nghĩa tài sản liên quan và lợi nhuận tạo ra, và sau đó, làm sao có thể tối đa hóa được chúng? Kỹ năng trả lời những câu hỏi này quyết định thành công của nhà đầu tư cũng như người quản lý doanh nghiệp. Bài học của Buffett, được dạy qua lăng kính bình luận của ông về cổ phiếu Kiểm soát, đã soi tỏ rõ cho chúng ta về vấn đề này. Đây là câu nói mà Graham là người phát biểu đầu tiên, và Buffett thường nhắc lại rất nhiều lần – *Đầu tư thông minh nhất là khi đầu tư giống kinh doanh nhất và kinh doanh thông minh nhất là khi kinh doanh giống đầu tư nhất*.

Hãy soi chiếu lời khuyên thông thái này trong hành động – trong việc ra đời của một cổ phiếu Kiểm soát. Bạn có thể nhớ lại phần tìm hiểu của chúng ta về cổ phiếu Tổng quát, là những cổ phiếu thường

được mua với giá rẻ hơn so với giá trị trường với ý định rằng những cổ phiếu đó sẽ được giữ cho tới khi giá tăng, và sẽ được bán ở thời điểm đó. Như Buffett đã nói, "Chúng ta không đầu tư vào cổ phiếu Tổng quát chỉ để vớt vát vài đồng năm xu sót lại, mà thường để có thể hài lòng bán ra ở một ngưỡng trung bình nào đó giữa giá mua và giá mà ta coi là hợp lý đối với một người sở hữu tư nhân." Tuy nhiên, ở một số trường hợp nhất định, giá một cổ phiếu Tổng quát có thể sụt giảm sâu tới mức BPL trở thành chủ sở hữu đa số cổ phiếu lưu hành của công ty, đặc biệt là qua nhiều năm mua cổ phiếu. Khi tình huống này xảy ra, những cổ phiếu này trở thành cổ phiếu Kiểm soát.

Buffett không hề ngại ngần trong việc trở thành cổ đông nắm giữ đa số cổ phiếu, và coi rằng đây là một bước mở rộng hợp lý trong phương pháp đầu tư của mình, dựa trên nền tảng vững chắc là những gì mà một người sở hữu tư nhân sẽ trả cho toàn bộ doanh nghiệp. Tiềm năng trở thành chủ sở hữu chỉ đơn giản là làm tăng mức độ tự do của ông. Sau cùng, đây chính là lợi thế "hai dây cung trên một cây cung" đã làm hạng mục Cổ phiếu Tổng quát – Sở hữu tư nhân trở nên hấp dẫn đến vậy ngay từ đầu và khiến cho Công ty Hợp danh trở nên đặc biệt, độc nhất vô nhị. Trong khi giá trả cho cổ phiếu Tổng quát đem lại một biên độ an toàn hấp dẫn trong chính cổ phiếu đó, thì rủi ro đầu tư lại càng được giảm thiểu hơn nữa do có tiềm năng nắm quyền kiểm soát.

Thường như chúng ta đã thảo thuận, cổ phiếu Kiểm soát đòi hỏi Buffett phải sắn tay áo và sẵn sàng đương đầu, theo những cách tương tự mà các nhà hoạt động ngày nay thường làm. Có lẽ đó là lý do cuối cùng ông đã dừng việc đầu tư này (thời gian làm nhà hoạt động của ông bị giới hạn bởi thời gian điều hành BPL). Ví dụ, ông đã phải dọa hội đồng quản trị Sanborn Map bằng một cuộc tranh giành quyền lãnh đạo (tranh đấu về mặt pháp lý) để khiến họ phải hành động. Làm việc với một hội đồng quản trị không hề coi trọng giá trị của cổ đông khiến Buffett bực bội. Tại Dempster Mill, chúng ta sẽ thấy rằng ông đã phải sa thải một giám đốc điều hành (CEO) và cử người của mình tới, Harry Bottle. Họ cùng nhau thanh lý phần lớn của doanh nghiệp để khôi phục lại tình hình tài chính. Chính điều này đã khiến ông bị chỉ trích trên báo địa phương. Trong khi ông thấy mình đang cứu công ty bằng cách cắt bỏ những phần mục ruỗng, giới phê bình lại chỉ thấy những công việc bị mất đi. Vào khoảng thời gian đầu ở Berkshire, ông buộc phải sa thải giám đốc điều hành và cho dừng ngay lập tức mọi chi phí đầu tư vào ngành dệt may, trước khi tái định

hướng lại trọng điểm đầu tư của công ty vào bảo hiểm và ngân hàng. Điều đó chưa bao giờ là dễ dàng và lại còn luôn áp lực, nhưng khi cần phải hành động, thì phải hành động. Như ông đã nói, "Nếu mọi thứ không có gì thay đổi, tôi thà để người khác làm thay. Tuy nhiên, khi cần một vai trò chủ động để tối ưu hóa việc sử dụng vốn, mọi người có thể chắc rằng chúng ta không đứng trong cánh gà."

Buffett không chỉ sẵn sàng đảm nhiệm vai trò chủ động bằng cách sử dụng khả năng của mình để kiểm soát công ty, mà còn sẵn sàng tập trung rất sâu vào chúng. Chỉ cần đôi lời của ông về cách quản lý công ty, những mặt tiêu cực đã được hạn chế. Chỉ riêng giá trị cổ phiếu cũng gần như đảm bảo ông sẽ có lợi nhuận. Khi Buffett thấy một trường hợp thuận lợi lớn như Sanborn, khi có nhiều mặt tốt và rủi ro thua lỗ rất thấp, ông không hề e ngại đổ vốn đầu tư và cược lớn. Đến năm 1959, khoản đầu tư này chiếm tới 35% Công ty Hợp danh. Rõ ràng khoản đầu tư có giá trị của nó. Tất cả những gì ông phải làm là lấy được nó ra.

Tại Sanborn, cho đến thời điểm đó, Buffett là cổ đông lớn nhất, nhưng không phải là cổ đông nắm giữ *đa số* cổ phần – các cổ đông khác tổng cộng lại vẫn sở hữu nhiều hơn một nửa công ty. Tuy nhiên, trong nhiều trường hợp khác, Công ty Hợp danh vẫn nắm giữ đa số cổ phần, nghĩa là toàn quyền kiểm soát. Những trường hợp như vậy, Buffett không thể bị lật đổ. Chúng ta sẽ thấy điều này trước hết là với Dempster Mill, một công ty sản xuất thiết bị nông nghiệp được thu mua trong khoảng thời gian năm năm và chuyển đổi từ cổ phiếu Tổng quát sang cổ phiếu Kiểm soát vào năm 1961. Khi Buffett kiểm soát 70% cổ phiếu lưu hành, ông nhanh chóng chỉ ra rằng "chính những hành động của ông trong một thị trường như vậy có thể ảnh hưởng mạnh mẽ đến giá niêm yết." Cũng tương tự như vậy khi ông sở hữu đa số cổ phần của Berkshire. Với thị trường mong manh như của hai loại cổ phiếu này, thậm chí một lượng mua hoặc bán rất nhỏ cũng có tác động to lớn tới giá niêm yết. Công ty Diversified Retailing (DRC) là một doanh nghiệp sở hữu tư nhân được thu mua trong những năm cuối của Công ty Hợp danh mà chưa từng có một cổ phiếu giao dịch công khai. Trong cả ba trường hợp, giá trị đều phải ước tính.

"Khi nắm giữ phần cổ phiếu Kiểm soát, chúng ta đang sở hữu một doanh nghiệp hơn là sở hữu một cổ phiếu, và việc đánh giá doanh nghiệp phải thỏa đáng." Khi giá trị thị trường không đủ tin cậy để áp dụng tính giá trị tài sản cuối năm của công ty trong hạng mục cổ

phiếu Kiểm soát, Buffett không còn lựa chọn nào khác ngoài tự thực hiện đánh giá. Đây là một ưu điểm lớn trong thị trường giảm giá bởi nó tách biệt giá trị sổ sách của thế mua (và BPL) khỏi những biến động của thị trường; trong thị trường tăng mạnh, phương pháp định giá sẽ làm giảm kết quả. Dù theo cách nào, Ngài Thị trường cũng không còn là người kiểm soát – giá trị của mỗi cổ phiếu Kiểm soát chỉ được quyết định bởi sự thẩm định liên tục giá trị thị trường tư của doanh nghiệp, do Buffett thực hiện và các kiểm toán viên xác nhận hàng năm.

Bản đánh giá cuối năm là những bản thẩm định ở thời điểm hiện tại và cẩn trọng, chứ không phải ông nghĩ cổ phiếu Kiểm soát *sẽ* có giá trị bao nhiêu ở tương lai. Như ông đã nói với các thành viên góp vốn, "Giá trị ước tính không nên là giá trị mà chúng ta kỳ vọng, hay giá trị có thể đối với một người mua sốt sắng, v.v. mà là những gì tôi ước lượng cổ phần của chúng ta sẽ đem lại nếu bán ở điều kiện hiện tại trong một khoảng thời gian tương đối ngắn."

Hãy nhớ rằng các thành viên góp vốn chỉ có thể thêm hoặc rút vốn một lần mỗi năm, nên bản đánh giá này, đặc biệt khi chiếm tới một phần ba hoặc hơn tài sản Công ty Hợp danh, là cả một vấn đề lớn. Bởi thị trường đóng vai trò quyết định trong bản định giá cuối năm các vị thế mua của Công ty Hợp danh trong hạng mục cổ phiếu Tổng quát và cổ phiếu Tính toán, nên rất đơn giản và dễ dàng tính được những hạng mục này đáng giá bao nhiêu. Nhưng định giá cổ phiếu Kiểm soát, mặt khác, lại yêu cầu giá trị ước lượng, kiểu giá trị rất khác so với giá trị thị trường. Định giá cổ phiếu Kiểm soát phụ thuộc vào việc diễn giải và tranh luận; không có một câu trả lời chính xác nào cả. Nếu Buffett định giá quá cao một cổ phiếu Kiểm soát, nó sẽ thổi phồng kết quả của ông (và cả phí điều hành của ông nữa), và gây bất lợi cho tất cả thành viên góp vốn. Những người rút vốn khỏi Công ty Hợp danh trong vòng một năm khi giá trị ước tính quá cao cũng có thể có lợi từ mất mát của các thành viên còn lại. Mặt khác, nếu Buffett quá thận trọng trong việc định giá, vốn bổ sung của các thành viên góp vốn sẽ được lợi từ tổn thất của những người rút vốn hay không bỏ thêm phần vốn tỉ lệ tương ứng vào Công ty Hợp danh. Buffett rất cẩn thận để đảm bảo các bản đánh giá của mình công bằng đối với các thành viên bỏ thêm hay rút bớt vốn, và kết quả được kiểm toán bằng công ty kiểm toán mà sau này trở thành KPMG.

Bức thư tháng Mười một năm 1966 cho thấy một bức tranh chi

tiết nhất về cơ chế các bản thẩm định của ông:

Các yếu tố chi phối ảnh hưởng tới việc đánh giá cổ phiếu Kiểm soát là khả năng sinh lời (trong quá khứ và tương lai) và giá trị tài sản. Bản chất của các doanh nghiệp chúng ta kiểm soát, chất lượng của những tài sản liên quan, và cả sự thật rằng cơ sở thuế thu nhập liên bang được áp dụng đối với tài sản ròng vượt đáng kể so với định giá của chúng ta, khiến ta phải đặt nặng yếu tố tài sản hơn mức bình thường trong hầu hết các định giá doanh nghiệp... Thỏa thuận góp vốn trao cho tôi trách nhiệm xác định giá trị hợp lý cho các lợi ích kiểm soát, và điều này nghĩa là xác định giá trị hợp lý đối với các thành viên góp thêm và rút bớt vốn tại một thời điểm cụ thể. Những thay đổi lớn trong đánh giá thị trường đối với cổ phiếu ở một vài thời điểm nào đó rõ ràng cũng được phản ánh trong định giá doanh nghiệp, mặc dù yếu tố này ít quan trọng hơn khi các yếu tố về tài sản (đặc biệt là khi tài sản lưu động ở mức đáng kể) lấn át các nhận định về khả năng sinh lời trong quá trình đánh giá...

Các bạn hãy chú ý ở đây rằng Buffett nói bản chất của cổ phiếu Kiểm soát của BPL khiến ông phải *“đặt nặng yếu tố tài sản hơn mức bình thường trong hầu hết các định giá doanh nghiệp”*? Sanborn, Dempster và Berkshire đều là trò chơi tài sản. Giá trị tài sản của những công ty này, sau khi trừ đi tổng nghĩa vụ nợ, vượt xa giá trị thị trường của cổ phiếu. Đây là những công ty kinh doanh không tốt, không tạo lợi nhuận đủ hoặc tốt hơn trên những tài sản mà họ đầu tư, và không dễ dàng định giá dựa trên lợi nhuận hiện thời. Nếu được như vậy thì một sự nghiên cứu hợp lý lợi nhuận trong quá khứ và lợi nhuận triển vọng của doanh nghiệp có thể đóng vai trò chủ chốt.

Định giá doanh nghiệp dựa trên tài sản

Rất nhiều cổ phiếu Kiểm soát của Buffett sinh lời rất ít hoặc còn thất thoát. Những “đầu lọc xì gà” ban đầu này yêu cầu Buffett phải áp dụng phương pháp của Graham để điều chỉnh giá trị sổ sách của tài sản trên bảng cân đối kế toán của công ty để bóc trần giá trị thực của chúng. Trong khi hầu hết đều dựa trên con số thống kê, việc điều chỉnh vẫn cần một chút nghệ thuật cùng với khoa học.

Chương 43 trong sách *Phân tích chứng khoán* xây dựng hoàn hảo cơ sở cho phương pháp này. Theo Graham, “bảng cân đối kế toán của một công ty không truyền tải thông tin chính xác về giá trị thanh khoản, nhưng nó vẫn cung cấp những manh mối hữu ích. Quy tắc đầu tiên trong việc tính giá trị thanh lý là nghĩa vụ nợ là thực, nhưng giá trị tài sản phải xem xét. Điều này nghĩa là mọi nghĩa vụ nợ trong sổ sách phải được trừ đi theo giá trị danh nghĩa của chúng. Tuy nhiên, giá trị gán cho những tài sản này sẽ dao động tùy theo đặc tính của chúng.” Về mặt thanh khoản, Graham đưa ra lời khuyên như một hướng dẫn quy tắc chung, đó là quy 100 xu trên một đồng đô la cho tiền mặt, 80 xu cho các khoản phải thu, 67 xu dành cho hàng tồn kho (với biên độ dao động lớn tùy thuộc vào doanh nghiệp), và 15 xu cho tài sản cố định.

Đi sâu vào tìm hiểu bản đánh giá chi tiết về Sanborn Map, và sau đó là Dempster Mill và Berkshire Hathaway, chúng ta sẽ cùng khám phá xem Buffett làm thế nào để quy giá trị cho tài sản của từng công ty. Sanborn có một “tài sản ngầm” trong danh mục đầu tư chứng khoán có giá trị hơn nhiều so với cái mà bảng cân đối kế toán chỉ ra (quy tắc tại thời điểm đó là ghi cổ phiếu theo giá vốn, chứ không phải theo giá thị trường, nên giá trị phải được “tăng lên”). Tài sản của Dempster Mill, sau khi đã trừ đi tất cả các khoản nợ, được ghi trên bảng cân đối kế toán ở mức giá trị lớn hơn nhiều so với tổng giá trị cổ phiếu trên thị trường. Giá trị sổ sách rõ như ban ngày. Câu hỏi Buffett vấp phải là những tài sản này *thực sự* đáng giá bao nhiêu? Với Berkshire, câu hỏi là làm thế nào để phân bổ vốn theo cách sử dụng hiệu quả hơn?

“Nghệ thuật” đối với Buffett, cũng như cho tất cả các nhà đầu tư, là đánh giá chính xác “đặc tính” của những tài sản này, suy nghĩ kỹ càng và đưa ra các điều chỉnh phù hợp khi chúng khác với giá trị trên sổ sách – giá trị mà chỉ phản ánh những thực tế xoay quanh những gì mà bản thân doanh nghiệp trả cho tài sản đó và hao mòn (khấu hao) kể từ khi thu mua chúng.

Điều chỉnh giá trị tài sản: Lên hay xuống?

ột ví dụ đã được đơn giản hóa có thể giúp giải thích quá trình này.

M Hãy tưởng tượng một công ty môi giới vé mua năm vé giải bóng chày thế giới World Series với giá 1.000 đô la (mỗi vé 200 đô la) mà chỉ có giá trị ở sân vận động Yankee. Nếu đội Yankee lọt vào giải đấu, vé vào sân sẽ có giá trị lớn. Nhưng nếu không, những tấm vé trở thành vô giá trị. Xét về mặt kế toán, người môi giới vé của chúng ta làm theo thông lệ thường và ghi chép lại mỗi tấm vé là một tài sản trên bảng cân đối kế toán ở mức giá của nó. Bây giờ, giả sử toàn bộ doanh nghiệp được đem bán khi còn một tháng nữa là đến giải đấu bóng chày. Bạn thử nghĩ xem vậy vé đáng giá bao nhiêu? Để dễ dàng hơn, giả sử năm tấm vé là tài sản duy nhất của doanh nghiệp và doanh nghiệp đã vay 300 đô la để thu mua về. Giá trị của tài sản theo quan điểm của bạn, sau khi trừ đi nợ, sẽ là mức định giá của bạn cho công ty.

Như Giáo sư Greenblatt thường hay nói với học trò của mình ở Trường Kinh doanh Columbia (điều vẫn được coi là tri thức cốt lõi trong đầu tư giá trị), "Nếu các bạn làm tốt công tác định giá và làm đúng, Ngài Thị trường sẽ đền đáp bạn." Cách bạn thực hiện định giá công ty môi giới vé, hay bất kỳ doanh nghiệp nào, sẽ xác định chất lượng kết quả đầu tư của bạn và là cốt lõi của quá trình đầu tư giá trị.

Câu hỏi đầu tiên vẫn luôn là như thế: Bạn có khả năng ước tính những tài sản này đáng giá bao nhiêu không? Hay nói như cách của Buffett, nó có nằm trong phạm vi năng lực của bạn không? Nếu câu trả lời là không, hãy quên nó đi là tiếp tục chuyển sang định giá những mục khác. Chẳng có vấn đề gì với việc đó cả; thực ra, bạn nên tự hào vì biết được mình có hay không có năng lực đánh giá một vấn đề gì đó. Sự tự nhận thức này chính là điều phân biệt những nhà đầu tư vĩ đại và việc tránh né sai lầm thì cũng quan trọng như việc làm tốt công việc chọn người chiến thắng vậy. Buffett cho phần lớn các vụ đầu tư tiềm năng vào chồng "quá khó để định giá" và đơn giản là tiếp tục chuyển sang những vụ đầu tư khác.

Chúng ta có thể thấy gì trong tình hình tài chính của hãng môi giới vé? Chúng ta biết được rằng nợ là cố định – đó luôn là phần dễ dàng – chúng ta có khoản nợ 300 đô la. Ta cũng biết rằng vé được mua với mức giá 1.000 đô la và coi chúng là tài sản được ghi ở mức giá đó trên bảng cân đối kế toán. Một nghìn đô la tài sản trừ đi 300 đô la nợ ra số dư 700 đô la "vốn chủ sở hữu," hay "giá trị sổ sách."

Chỉ vì tài sản được mua ở mức giá 1.000 đô la không có nghĩa

hiện tại nó có giá trị như vậy. Hoàn cảnh có thể thay đổi. Mọi thứ mà bảng cân đối kế toán cho thấy chỉ là những thứ đã xảy ra. Khi bạn thực hiện công việc định giá, tài sản (như trong ví dụ của chúng là vé bóng chày) phải luôn là mức giá mà chúng có thể được bán và khoản nợ phải luôn được coi là trả đủ. Đó là sự khác biệt giữa giá trị sổ sách và giá trị kinh tế, hay giá trị *nội tại* thực sự.

Ở một vài trường hợp, đặc biệt khi chất lượng doanh nghiệp thấp, tài sản sẽ có giá trị thấp hơn giá trị sổ sách của nó. Hãy nhớ lại rằng, Graham đưa ra lời khuyên quy 100 xu trên một đồng đô la cho tiền mặt, 80 xu cho các khoản phải thu, 67 xu dành cho tồn kho (với biên độ dao động lớn tùy thuộc vào doanh nghiệp), và 15 xu cho tài sản cố định. Đó chỉ là một quy tắc tính toán sơ bộ; bạn cần phải tự hình thành việc đánh giá hợp lý của riêng mình.

Bạn sẽ không có lý nào trả thêm một xu so với mức 200 đô la cho công ty môi giới nếu đội Yankees rất khó có khả năng dự giải khi mà chỉ còn mười trận đấu nữa và StubHub bán vé tương tự chỉ với 100 đô la mỗi vé, khiến cho năm vé của công ty môi giới giờ chỉ còn tổng giá trị 500 đô la. Với Dempster Mill, Buffett cũng gặp tình cảnh tương tự. Trong năm 1961, giá trị sổ sách của công ty là 76 đô la, khiến cổ phiếu trông có vẻ rẻ đến mức nực cười với mức giá 28 đô la, ít nhất trên giấy tờ là vậy. Dõi theo Buffett tài tình giảm giá trị tài sản của Dempster xuống là một cơ hội tốt để thấy ông thực sự hành động trong việc đánh giá cẩn trọng giá trị thị trường thực sự của từng hạng mục một. Ở đây, kể cả sau những khoản giảm xuống, Buffett thấy rằng cổ phiếu vẫn rẻ quá mức.

Ở một số trường hợp khác, thường khi đó là doanh nghiệp tốt, những con số trên bảng cân đối kế toán chỉ ra mức giá trị thấp hơn nhiều so với giá trị kinh tế của tài sản. Chúng ta hãy quay lại với ví dụ môi giới vé, nếu như Yankees chắc chắn dự giải và StubHub niêm yết các vé tương tự ở mức giá 500 đô la mỗi vé (tổng là 2.500 đô la) thì sao? Trong khi giá trị sổ sách sẽ luôn là 700 đô la ở bất kể trường hợp nào, giá trị thanh khoản thực sự trong ví dụ này sẽ là 2.200 đô la. Đây là điều mà Buffett thấy được ở Sanborn Map, công ty đã thu mua một danh mục các cổ phiếu mà được ghi trên sổ sách ở mức giá mua (chứ không phải ở giá trị thị trường). Bởi các chứng khoán này đã tăng giá, chúng có giá trị hơn nhiều so với con số thể hiện trên bảng cân đối kế toán. Qua Sanborn, chúng ta có cơ hội xem Buffett tính tăng giá trị lên, cho thấy cách ông đã tìm ra một cổ phiếu mà ông có thể trả bảy

mươi xu trên một đô la cho danh mục chứng khoán, và những phần còn lại của doanh nghiệp thì miễn phí.

Hoạt động doanh nghiệp gắn liền trực tiếp với giá trị

Ước lượng giá trị kinh tế hoặc giá trị thực sự của tài sản, ngược lại với việc dựa vào các giá trị tính toán sổ sách, giá thị trường, hay ý kiến của người khác, là nghệ thuật đầu tư cổ phiếu Tổng quát và cổ phiếu Kiểm soát. Quy trình cũng tương tự dù là bạn đang định giá một phần nhỏ của doanh nghiệp (cổ phiếu) hay toàn bộ doanh nghiệp. Tuy nhiên, khi bạn là người nắm giữ số ít cổ phiếu, bạn lại phụ thuộc vào đội ngũ quản lý hiện tại và hội đồng quản trị. Mặc dù việc của họ là hành động theo lợi ích tốt nhất cho cổ đông, nhưng không phải lúc nào họ cũng làm hết trách nhiệm của mình. Đây chính là chi phí trung gian tiềm tàng bạn phải chịu khi không có quyền kiểm soát và là lý do tại sao sự đánh giá ban quản lý có thể là một phần rất quan trọng trong quyết định đầu tư của bạn.

Cùng với sự kiểm soát là khả năng nắm quyền, một lợi thế thực sự khi cần có sự thay đổi. Bằng cách chuyển đổi từ cổ phiếu Tổng quát sang cổ phiếu Kiểm soát, Buffett có thể thay đổi hoạt động của các công ty. Ông cho dừng lại tất cả các hoạt động tàn phá giá trị ở Dempster và Berkshire; chỉnh lại cơ cấu vốn không cân đối của Sanborn Map. Qua cổ phiếu Kiểm soát, chúng ta không chỉ thấy được cách Buffett nhận ra được cổ phiếu định giá thấp mà còn thấy cách ông giúp các doanh nghiệp này trở nên có giá trị hơn qua việc cải thiện lợi nhuận trên vốn (tài sản) được sử dụng. Trong một doanh nghiệp tối ưu, giá trị của việc kiểm soát đối với một người mua tài chính là bằng không. Quyền ép buộc sự thay đổi chỉ có giá trị khi có gì cần cải thiện. Cả ba cổ phiếu Kiểm soát đều đem đến những cơ hội lớn cho sự cải thiện tình hình.

“Theo đuôi”

ột trong những trường hợp tốt nhất xảy ra khi bạn phát hiện một cổ phiếu Tổng quát mà bạn có thể tự đầu tư lớn, nhưng vài nhà đầu tư

M khác đang thực hiện các công việc để khắc phục các quyết định của ban quản lý. Ngày nay nhiều nhà hoạt động vẫn bàn luận với ban quản lý để nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Thực ra, chiến lược này ngày càng trở nên phổ biến và thu hút được rất nhiều sự chú ý; quỹ đầu tư dành riêng cho hoạt động này đã thu hút được rất nhiều tài sản đầu tư. Carl Icahn, Nelson Peltz, Dan Loeb và Bill Ackman, cùng những người khác đã trở thành những nhà đầu tư nổi tiếng như những ngôi sao nhạc rock. Tuy nhiên, không phải tất cả các nhà hoạt động đều đáng để chúng ta làm theo. Trong một cuộc họp Berkshire năm 2015, Buffett đã có ý không coi trọng những nhà hoạt động này, nói rằng hầu hết những gì ông thấy ngày nay là “rất ngắn hạn,” nghĩa là ông thấy nhu cầu của họ không thực sự nằm ở lợi ích của những cổ đông dài hạn.

Trong khoảng thời gian làm việc ở Công ty Hợp danh, Buffett đôi khi còn có ảnh hưởng nhiều hơn là các nhà hoạt động ngày nay vì ông kiểm soát lượng cổ phiếu lớn hơn nhiều. Những công ty mà ông làm việc cùng cũng nhỏ hơn và rẻ hơn nhiều. Ngày nay nhiều nhà hoạt động mua phần vốn nhỏ hơn nhiều trong các doanh nghiệp lớn hơn nhiều và ủng hộ sự thay đổi qua thư ngỏ gửi tới ban quản lý công ty và theo nhiều cách khác dễ nhận thấy, hy vọng dành được sự ủng hộ từ các cổ đông đa số.

Mặc dù vậy, đôi khi, vấn đề chính là tiềm năng để cổ phiếu trở nên có giá trị hơn so với mức giá mà thị trường quy cho là gì, và sau đó là làm gì để rút ngắn khoảng cách đó. Cũng như ta đã thấy với các khoản đầu tư của Công ty Hợp danh, những tình huống như vậy có thể gây nên sự thù địch. Ngày nay, một nhà đầu tư chỉ cần nhìn vào các nhà hoạt động như Nelson Peltz và trận chiến lịch sử giữa công ty của anh, Trian, với DuPont. Hai nhóm này tranh cãi công khai, nảy lửa với những khoản cổ phần lớn. Vốn của Trian, và có thể là cả công việc của giám đốc điều hành DuPont, đều đang bị đe dọa. Trian muốn thực hiện các biện pháp cắt giảm chi phí lớn và có khả năng chia nhỏ công ty. Giám đốc điều hành của DuPont muốn giữ nguyên chiến lược hiện tại. Các nhà đầu tư buộc phải tự mình quyết định xem ai đúng ai sai. Ở trường hợp này, Graham sẽ nói, “Công chúng phải học cách nhận định những cuộc tranh cãi như vậy theo đúng thực chất của nó, dựa trên các thực tế hoặc lý lẽ hợp lý. Không nên để bản thân bị lung lay bởi những lời buộc tội đơn thuần hoặc những nhân vật không liên quan.”

Các nhà đầu tư ngày nay có thể nghiên cứu kỹ lưỡng về các nhà hoạt động và lịch sử hoạt động của họ. Sau đó, khi thấy một nhà hoạt động có động thái gì, hãy tự đưa ra đánh giá về lý lẽ của người đó. Nếu bạn tán thành, làm theo người đó cũng là một chiến lược hay. Bằng cách theo chân một nhà hoạt động, giá trị có thể được mở ra với tốc độ nhanh hơn trường hợp ngược lại nếu hiện trạng được giữ nguyên. Ví dụ như trong trường hợp của DuPont, công ty nhanh chóng "phát hiện" một lượng lớn chi phí có thể tiết kiệm, tự nhận thấy (họ đã nói vậy) ngay sau khi Trian công bố chiến dịch của mình. Chỉ riêng sự xuất hiện của một nhà hoạt động đôi khi cũng đủ để khởi động những thay đổi tạo nên giá trị từ đội ngũ quản lý. Các nhà hoạt động hành động vì lợi ích lâu dài và tốt nhất của mọi cổ đông đóng vai trò quan trọng trong việc giảm chi phí trung gian mà thường phát sinh từ đội ngũ quản lý không sở hữu công ty. Chúng ta nên vui mừng vì có người sẵn sàng đảm nhiệm vai trò này. Nếu mọi thứ không có gì thay đổi, Buffett thà để người khác làm việc. Nhưng, như ông nói, "hãy cẩn thận xem bạn đang 'theo đuôi' ai."

Buffett chưa bao giờ thực hiện một thương vụ mang tính thù địch nào sau khi thành lập Công ty Hợp danh. Theo lẽ thường thì là quỹ của ông trở nên lớn quá mức hoặc ông đã tìm được một chiến lược khác tốt hơn và đem lại lợi nhuận cao hơn. Tôi nghĩ còn nhiều hơn cả thế. Qũy đầu tư của ông không lớn hơn quỹ lớn nhất của nhà hoạt động ngày nay (ở giá trị đô la hiện tại) cho tới nhiều năm sau khi đóng cửa BPL. Ông cũng đã nói rằng phương pháp ông sử dụng trong thời kỳ BPL vẫn hiệu quả tới ngày hôm nay, và chúng ta có bằng chứng để chứng minh lời khẳng định đó qua các lợi nhuận hiện thời mà các nhà hoạt động thu về.

Mặc dù không có nghi ngờ gì rằng Buffett bắt đầu thích sở hữu cả doanh nghiệp hơn là chỉ những phần nhỏ của chúng (ai mà không chứ?), những bức thư của ông gợi ý rằng ông đã từ bỏ những đầu xì gà còn sót lại vì ông không thích làm như vậy hơn là vì ông đã tìm được lợi nhuận cao hơn cho những đồng vốn mình bỏ ra. Thực tế, từ bỏ những cổ phiếu loại này có lẽ đã làm giảm vài điểm trong lợi nhuận hàng năm của ông vào những năm đầu tiên, một lựa chọn mà ông còn hơn cả thoải mái. Tại sao phải đổi một chút khổ sở để lấy một hai điểm bổ sung khi bạn đã giàu rồi? Tôi nghĩ bạn có thể thấy điều này trong những nhận xét ông đưa ra trong Công ty Hợp danh, không lâu trước khi ông định đóng cửa BPL:

Bản chất hài lòng trong hoạt động của chúng ta trong các công ty chúng ta kiểm soát là lý do thứ yếu cho các mục tiêu đầu tư vừa phải được thảo luận trong bức thư của tôi ngày 9 tháng 10. Khi tôi làm việc với những người tôi mến, trong những doanh nghiệp mà tôi thấy được kích thích (doanh nghiệp nào không chứ?), và đạt được tổng lợi nhuận xứng đáng trên vốn đầu tư sử dụng (khoảng 10-12%), có vẻ thật ngốc nghếch khi vội vã từ nơi này sang nơi khác để kiếm thêm vài điểm phần trăm. Tôi cũng thấy không thật khôn ngoan khi trao đổi những mối quan hệ cá nhân vui vẻ với những người ở tầng lớp cao, ở một mức lợi suất tầm tầm, để lấy những bực bội có thể xảy ra, sự trầm trọng hơn hay tệ hơn là lấy những khoản lợi nhuận có tiềm năng lớn hơn.

Chẳng có gì sai trái với việc đầu tư hoạt động cả. Nếu làm đúng đắn, có thể sẽ sinh lời "thêm một vài điểm phần trăm" lợi nhuận thường niên cho các nhà hoạt động ngày nay, cũng như đối với Buffett khi ông còn làm. Tìm ra được những nhà hoạt động phù hợp có thể đưa ra lập luận vững chắc trong trường hợp cần sự tập trung có thể là một chiến lược đầu tư tuyệt vời. Chỉ cần bản thân bạn phải suy nghĩ thấu đáo chắc chắn. Đừng đi theo một cách mù quáng. Xin nhắc lại một lần nữa, hãy cẩn thận mình đang đi theo ai.

Bài học từ Thư gửi thành viên góp vốn: Cổ phiếu Kiểm soát

NGÀY 24 THÁNG 1 NĂM 1962

Hạng mục cuối cùng là các tình huống "kiểm soát", trong đó chúng ta hoặc nắm quyền kiểm soát công ty hoặc nắm giữ vị trí lớn trong công ty và nỗ lực ảnh hưởng tới các quyết sách của công ty. Những hoạt động như vậy chắc chắn nên được đo lường dựa trên cơ sở vài năm. Trong một năm cụ thể, chúng gần như chẳng sinh lời, và đó lại thường là lợi thế của chúng ta khi cổ phiếu vẫn giữ nguyên trên thị trường trong lúc ta tiếp tục thu mua. Những trường hợp này cũng vậy, có tương đối ít điểm tương đồng với hành vi của thị trường.

Đương nhiên, đôi khi chúng ta mua vào một cổ phiếu Tổng quát với ý nghĩ trong đầu rằng nó sẽ phát triển thành cổ phiếu Kiểm soát. Nếu giá giữ nguyên đủ lâu trong thời gian dài, ý tưởng này rất có khả năng xảy ra. Nếu cổ phiếu tăng trước khi chúng ta có một lượng phần trăm đáng kể cổ phiếu công ty, chúng ta bán ở mức giá cao hơn và hoàn thành một thương vụ cổ phiếu Tổng quát thành công. Hiện tại chúng ta đang mua những cổ phiếu mà cũng có thể sau vài năm tới sẽ trở thành cổ phiếu Kiểm soát.

NGÀY 18 THÁNG 1 NĂM 1964

Trừ khi chúng ta bắt đầu bằng việc mua một khối cổ phiếu đáng kể, nếu không thì cổ phiếu Kiểm soát sẽ là cổ phiếu phát sinh từ hạng mục cổ phiếu Tổng quát. Chúng là kết quả của những trường hợp mà cổ phiếu rẻ không tăng giá trong một thời gian dài và chúng ta có thể mua một lượng lớn phần trăm cổ phiếu công ty. Tại thời điểm đó, chúng ta có thể ở trong trường hợp có thể nắm quyền kiểm soát công ty tới một mức độ nào đó, hoặc là hoàn toàn; việc chúng ta trở nên chủ động hay vẫn giữ vai trò khá thụ động tại lúc này phụ thuộc vào đánh giá của ta về tương lai của công ty và năng lực của đội ngũ quản lý. Cổ phiếu Tổng quát mà chúng ta vẫn mua nhiều nhất gần đây có đội ngũ quản lý xuất sắc, theo đuổi những chính sách có vẻ rất hợp lý đối với chúng ta. Nếu việc tiếp tục mua vào đặt chúng ta vào vị trí kiểm soát tại một thời điểm nào đó trong tương lai, chúng ta sẽ có thể vẫn giữ trạng thái bị động về hoạt động của doanh nghiệp. Chúng ta không muốn hoạt động chỉ vì để hoạt động cho có. Nếu mọi thứ không có gì thay đổi, tôi thà để người khác làm thay. Tuy nhiên, khi cần một vai trò chủ động để tối ưu hóa việc sử dụng vốn, mọi người có thể chắc rằng chúng ta không đứng trong cánh gà.

Dù chủ động hay thụ động, một tình thế kiểm soát nên có lợi nhuận gắn liền. Điều kiện thiết yếu của hoạt động này là một giá mua hấp dẫn. Một khi đã đạt được quyền kiểm soát, giá trị của khoản đầu tư được quyết định bởi giá trị của doanh nghiệp, không phải những sự lên xuống thất thường của thị trường.

Sự sẵn sàng và khả năng tài chính của chúng ta trong việc nắm lấy vị trí kiểm soát đem đến sự co giãn hai chiều trong nhiều khoản thu mua nhóm cổ phiếu Tổng quát. Nếu thị trường thay đổi theo hướng

tích cực hơn, cổ phiếu sẽ tăng giá. Nếu không, chúng ta sẽ tiếp tục mua vào cho tới khi chúng ta có thể trông chờ vào bản thân doanh nghiệp hơn là thị trường để chứng minh cho nhận định của mình.

Kết quả đầu tư hạng mục cổ phiếu Kiểm soát phải được đo lường dựa trên cơ sở ít nhất vài năm. Việc mua cổ phiếu đúng đắn cần có thời gian. Nếu cần thiết, thắt chặt quản lý, định hướng lại việc sử dụng vốn, có thể thực thi việc bán hoặc sáp nhập hợp lý, v.v., đều là những yếu tố có thể giúp đo lường doanh nghiệp trong vài năm hơn là vài tháng. Vì lý do này, đối với các cổ phiếu Kiểm soát, chúng ta tìm kiếm biên lợi nhuận lớn – nếu nó hơi hẹp, chúng ta bỏ qua.

Cổ phiếu Kiểm soát ở giai đoạn mua vào thay đổi gần như đồng thời với thị trường. Ở những giai đoạn sau, cổ phiếu Kiểm soát sẽ có xu hướng thay đổi giống như hành vi của cổ phiếu Tính toán hơn.

NGÀY 18 THÁNG 1 NĂM 1964

Khi tài sản của chúng ta tăng lên, nếu có bất kỳ xu hướng nào, thì tôi kỳ vọng đi theo hướng cổ phiếu Kiểm soát, loại cổ phiếu từ bấy lâu nay luôn là hạng mục nhỏ nhất của chúng ta. Có thể kỳ vọng của tôi vào loại cổ phiếu này là sai lầm – nhưng đương nhiên, phần lớn phụ thuộc vào những động thái trong tương lai của thị trường, thứ mà phán đoán của mọi người cũng như của tôi vậy (tức là chẳng có phán đoán nào cả). Tại thời điểm này, phần lớn vốn của chúng ta đầu tư vào cổ phiếu Tổng quát, đứng thứ hai là cổ phiếu Tính toán, và cổ phiếu Kiểm soát đứng thứ ba.

NGÀY 18 THÁNG 1 NĂM 1965

Một hoạt động đầu tư mà phụ thuộc vào việc người mua sau cùng đưa ra thỏa thuận kém (ở Phố Wall, người ta gọi là “Lý thuyết kẻ ngốc hơn”) thực sự là rất yếu. Thật thỏa mãn biết bao khi mua ở một giá rất rẻ để rồi chỉ bán đi ở mức trung bình cũng mang lại kết quả hài lòng.

NGÀY 20 THÁNG 1 NĂM 1966

Phần "Cổ phiếu Kiểm soát" trong hoạt động của chúng ta nhận thêm một thành viên chuyển sang từ hạng mục "Sở hữu tư nhân." Cổ phiếu của Berkshire Hathaway đã được thu mua từ tháng 11 năm 1962 với gần như cùng một lý do chính yếu trong cổ phiếu đề cập ở trên. Tuy nhiên, trong trường hợp của Berkshire, chúng ta cuối cùng đã mua đủ cổ phiếu để lên nắm giữ vị trí kiểm soát, chứ không phải giống trường hợp thông thường khác là bán cổ phiếu cho một người mua riêng lẻ nào đó.

Việc thu mua Berkshire của chúng ta bắt đầu ở mức giá 7,6 đô la một cổ phiếu trong năm 1962. Mức giá này một phần phản ánh những tổn thất lớn gây ra bởi đội ngũ quản lý trước đó trong việc đóng cửa một số nhà máy đã trở nên lỗi thời do các điều kiện thay đổi trong ngành công nghiệp dệt may (mà đội quản lý cũ quá chậm chạp để nhận ra). Trong giai đoạn sau chiến tranh công ty đã tuột dốc nhanh chóng, sau khi đạt mức đỉnh điểm vào năm 1948 khi thu về khoảng 29,5 triệu đô la trước thuế và có khoảng 11.000 công nhân làm việc. Điều này phản ánh sản lượng từ mười một nhà máy.

Vào thời điểm chúng ta có được quyền kiểm soát vào mùa xuân năm 1965, Berkshire giảm xuống còn hai nhà máy và khoảng 2.300 nhân viên. Rất ngạc nhiên và thú vị khi thấy rằng các đơn vị còn lại có đội ngũ nhân viên quản lý xuất sắc, và chúng ta đã không phải mang bất cứ một người nào từ bên ngoài vào công ty. Liên quan tới chi phí mua lại ban đầu của chúng ta là 7,6 đô la mỗi cổ phiếu (tuy nhiên, chi phí trung bình là 14,86 đô la mỗi cổ phiếu, phản ánh lượng mua mạnh mẽ đầu năm 1965), ngày 31 tháng 12 năm 1965, chỉ tính riêng vốn lưu động ròng (trước khi quy giá trị cho bất kỳ nhà máy và thiết bị nào) đã rơi vào khoảng 19 đô la mỗi cổ phiếu.

Sở hữu được Berkshire là một điều đáng mừng. Không nghi ngờ gì rằng tình trạng của ngành công nghiệp dệt may là yếu tố chủ đạo trong việc xác định khả năng sinh lời của công ty, nhưng điều may mắn nhất của chúng ta là có Ken Chace điều hành hoạt động kinh doanh theo cách tốt nhất, và chúng ta cũng có một số người bán hàng giỏi nhất trong công ty luôn hướng đến kết quả tốt nhất trong từng khu vực của mình.

Mặc dù một Berkshire thì gần như khó có thể sinh lời như một

Xerox, một Fairchild Camera hoặc National Video trong một thị trường quá căng thẳng, nhưng đó lại là một dạng sở hữu rất thoải mái. Như nhà triết gia Bờ Tây của tôi nói: “Chế độ ăn uống tốt bao gồm cả bột yến mạch cũng như cả những chiếc bánh su kem.”

Vì quyền kiểm soát của chúng ta, việc đầu tư vào Berkshire được định giá cho mục đích kiểm tra với tư cách một doanh nghiệp, chứ không phải chứng khoán trên thị trường. Nếu Berkshire tăng 5 đô la mỗi cổ phiếu trên thị trường, nó không đem lại lợi ích gì cho BPL cả – cổ phần nắm giữ của chúng ta sẽ không được bán. Tương tự như vậy, nếu nó giảm xuống 5 đô la mỗi cổ phiếu, cũng không có ý nghĩa với chúng ta. Giá trị của khoản ta nắm giữ được xác định trực tiếp bởi giá trị của doanh nghiệp. Tôi không hề nhận được nguồn cảm hứng thần thánh nào trong việc định giá cổ phần ta nắm giữ. (Có lẽ chủ sở hữu của ba cổ phiếu tuyệt vời nêu trên có nhận được một lời nhắn nhủ như vậy về khoản nắm giữ của họ – vì tôi cảm thấy mình cần gì đó ít nhất đủ tin cậy để có thể ngủ ngon với mức giá hiện tại.) Tôi cố gắng để định giá thận trọng dựa trên kiến thức về tài sản, khả năng sinh lời, tình hình ngành công nghiệp, vị thế cạnh tranh, v.v. của mình. Chúng ta sẽ không là người bán cổ phần với một mức giá như vậy, nhưng cũng không phải sẽ là người bán các mặt hàng khác trong danh mục đầu tư khi định giá vào cuối năm – nếu không chúng ta đã bán chúng từ lâu rồi.

NGÀY 25 THÁNG 1 NĂM 1967

Có ba nguồn lợi nhuận chính trong năm 1966 liên quan tới các công ty chúng ta kiểm soát. Những nguồn này là: (1) thu nhập giữ lại của doanh nghiệp được cho vào khoản nắm giữ của chúng ta trong năm 1966; (2) mua thêm cổ phiếu trên thị trường mở nằm dưới mức định giá quyền kiểm soát của ta; (3) sự tăng giá chưa thực nhận trong chứng khoán khả mại được các công ty chúng ta kiểm soát nắm giữ. Tổng tất cả các hạng mục tăng trưởng dương lên tới 2.600.838 đô la trong năm 1966.

Tuy nhiên, do các yếu tố đề cập trong bức thư ngày 1 tháng 11 năm 1966 của tôi, các điều kiện nhất định của ngành công nghiệp, và các mục định giá khác có liên quan, khoản lợi nhuận này đã giảm 1.034.780 đô la trong khi đang dần về mức định giá hợp lý chúng ta

áp dụng cho lợi ích kiểm soát vào ngày 31 tháng 12 năm 1966. Như vậy tổng mức lãi trong hạng mục cổ phiếu Kiểm soát đã giảm xuống còn 1.566.058 đô la trong năm.

Không nghi ngờ gì rằng chúng ta may mắn khi có tỉ trọng phần trăm tài sản ròng tương đối lớn đầu tư vào doanh nghiệp chứ không phải cổ phiếu trong năm 1966. Cùng một số tiền này đầu tư vào cổ phiếu Tổng quát trên thị trường có lẽ đã bị thua lỗ, có thể rất đáng kể, trong suốt cả năm. Điều này không được lên kế hoạch và nếu thị trường cổ phiếu tăng mạnh trong năm, loại cổ phiếu này cũng sẽ kéo lùi kết quả tổng thể của ta. Trường hợp tương tự cũng xảy ra trong năm 1967.

NGÀY 22 THÁNG 1 NĂM 1969

Nhìn chung, các công ty chúng ta kiểm soát đem lại lợi nhuận tạm ổn trong năm 1968. Công ty Diversified Retailing (sở hữu 80%) và Công ty Berkshire Hathaway (sở hữu 70%) có tổng thu nhập sau thuế là hơn 5.000.000 đô la.

Kết quả đặc biệt nổi trội đến từ Cotton Shops, một công ty con của DRC do Ben Rosner quản lý, và Công ty Bồi thường Quốc gia, một công ty con của B-H do Jack Ringwalt điều hành. Cả hai công ty đều thu về khoản lợi nhuận khoảng 20% trên vốn sử dụng trong doanh nghiệp. Trong số các công ty Fortune "500" (các hãng sản xuất lớn nhất trong cả nước, đứng đầu là General Motors), chỉ có 37 công ty đạt được con số này trong năm 1967, và những chàng trai của chúng ta còn vượt hơn cả các công ty được biết đến nhiều hơn một chút (nhưng không phải được đánh giá cao hơn) như IBM, General Electric, General Motors, Procter & Gamble, DuPont, Control Data, Hewlett- Packard, v.v.

Đôi khi tôi vẫn nhận được ý kiến của các thành viên góp vốn như: "Này, Berkshire tăng bốn điểm – thật tuyệt vời!" hoặc "Chuyện gì đang xảy ra với chúng ta vậy, Berkshire đã giảm điểm liên tục ba tuần rồi?" Giá thị trường không liên quan đến chúng ta trong việc định giá lợi ích kiểm soát. Chúng ta đã định giá B-H ở mức 25 điểm vào cuối năm 1967 khi thị trường ở khoảng mức 20 và định giá 31 vào cuối năm 1968 khi thị trường khoảng 37 điểm. Chúng ta cũng sẽ làm

tương tự khi thị trường ở các mức điểm tương ứng 15 và 50. ("Giá là những gì bạn trả. Giá trị là những gì bạn nhận được"). Chúng ta sẽ phát triển hay thua lỗ trong đầu tư kiểm soát trong mối liên hệ với hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp – chúng ta sẽ không cố gắng đạt lợi nhuận bằng cách chơi nhiều trò khác nhau trong thị trường chứng khoán.

Cho dù bạn điều hành một doanh nghiệp, sở hữu một doanh nghiệp, hay đang ở trong doanh nghiệp đó thông qua sở hữu một phần (cổ phiếu), bình luận của Buffett về cổ phiếu Kiểm soát sẽ giúp bạn học cách suy nghĩ như người chủ doanh nghiệp; nó cũng giúp bạn làm công tác định giá dựa trên tài sản theo cách tương tự như bạn đang mua toàn bộ doanh nghiệp vậy. Tiếp theo, chúng ta sẽ xem xét trường hợp của Dempster Mill, đó là trường hợp cổ phiếu Kiểm soát mà Buffett đã dành phần lớn thời gian bàn luận trong các bức thư của ông. Đó là một ví dụ ngâm cứu hoàn hảo đào sâu hơn vào những ý tưởng đó. Chúng ta có thể xem các tài sản trước hết được định giá, sau đó được tái phân bổ để nâng cao lợi nhuận của doanh nghiệp và mở ra những giá trị lớn cho cổ đông như thế nào.

CHƯƠNG 9
DEMPSTER: TRÒ CHƠI CHUYỂN ĐỔI TÀI SẢN

"Chúng ta tìm kiếm biên lợi nhuận lớn - nếu nó hơi hẹp, chúng ta bỏ qua."

– NGÀY 18 THÁNG 1 NĂM 1964

Hầu hết niềm vui trong đầu tư đến từ chính quá trình săn tìm. Việc tìm ra một tình huống net-net rẻ như Dempster Mill cũng giống như người môi giới nghệ thuật tìm thấy một bức tranh của Renoir bên dưới bức "những chú chó trên tấm vải nhung" bán với giá 25 đô la trong một vụ bán thanh lý tài sản. Đây là một trường hợp cực kỳ hiếm có, đòi hỏi phải nghiên cứu một chút mới thấy được giá trị thực, và với mức giá đó, chắc chắn sẽ tạo ra một lợi nhuận khổng lồ.

Hãy tượng tượng về giây phút rung động mạnh của Buffett vào năm 1956 khi ông đang lật giở từng trang Tài liệu hướng dẫn của Moody, thì tình cờ bắt gặp một công ty sản xuất nhỏ, mờ nhạt với giá cổ phiếu giảm 75% trong năm trước. Nhận ra rằng đây là cơ hội để thu mua một phần nhỏ vốn lưu động ròng của công ty và một phần nhỏ hơn của giá trị sổ sách, ông bắt đầu mua cổ phiếu ở mức rất thấp là 17 đô la một cổ phiếu. Ông thoát ra ở mức giá 80 đô la.

Bình luận của Buffett về câu chuyện của Dempster Mill là bản báo cáo đầy đủ nhất về bất kỳ khoản đầu tư nào ông từng thực hiện cho Công ty Hợp danh. Nó thể hiện hoàn hảo quá trình đầu tư thời kỳ đầu của ông và tỏ rõ cách ông áp dụng phong cách đầu tư định lượng của Graham như thế nào. Dempster là một khoản đầu tư tập trung, giá rẻ thậm chí với cả những nhận định cẩn trọng nhất, nó đòi hỏi Buffett phải tham gia vai trò chủ động, nó là một trò chơi chuyển đổi tài sản, và được thực hiện theo cách có lợi về thuế. Với những người vẫn còn theo phương pháp định lượng, theo trường phái đầu tư Cổ phiếu

Tổng quát – Sở hữu tư nhân, một cái nhìn cận cảnh về Dempster sẽ là khuôn mẫu cho việc định giá doanh nghiệp sử dụng phương pháp định giá tài sản trong trò chơi "đầu lọc xì gà" bị định giá thấp ngày nay.

Sự sụp đổ của cối xay gió

Buffett bắt đầu mua cổ phiếu ngay sau khi ông lập thỏa thuận góp vốn đầu tiên. Tài liệu hướng dẫn của Moody năm đó mô tả Dempster là một "nhà sản xuất cối xay gió, máy bơm, bình trụ, hệ thống nước, máy bơm ly tâm, bể thép, thiết bị cấp nước, thiết bị bón phân và các thiết bị nông nghiệp." Đó là một công ty vốn hóa nhỏ, thuộc sở hữu gia đình ở Beatrice, Nebraska, tạo ra lợi nhuận không đáng kể. Tuy nhiên cổ phiếu này sẽ lọt vào mắt xanh của bất kỳ học trò nào của Graham – nó đang được giao dịch với mức chiết khấu vô cùng lớn.

Không lâu sau khi mua vào đợt đầu tiên, Buffett tham gia vào ban quản trị của công ty, và vẫn tiếp tục mua cổ phiếu trong 5 năm tiếp theo. Sau đó, một lượng lớn cổ phiếu của gia đình Dempster đưa đem bán vào năm 1961. Quyền kiểm soát đạt được vào tháng 8 năm đó – ông sở hữu 70% và một vài "cộng sự khác" sở hữu thêm 10% nữa. Tính tất cả, mức giá trung bình là 1,2 triệu đô la (28 đô la/cổ phiếu), tức thấp hơn khoảng 50% so với vốn lưu động và 66% so với giá trị sổ sách. Đối với các mục đích của Công ty Hợp danh, ông xác định công ty có giá trị thanh lý 35 đô la/cổ phiếu, một quá trình có "tầm quan trọng đặc biệt do các thành viên góp vốn mới mua vào dựa trên mức giá này, và các thành viên góp vốn cũ đang bán một phần lợi ích của họ cũng dựa trên cùng mức giá." Tới cuối năm, Dempster chiếm xấp xỉ 20% tổng tài sản của BPL.

Đây lại là một cam kết lớn nữa đối với Buffett và ban đầu đó là một trường hợp khó khăn. Hàng tồn kho quá nhiều và tăng quá nhanh. Buffett cố gắng để làm việc với ban quản lý đương nhiệm, nhưng cuối cùng đã phải đuổi họ khi hàng tồn kho tiếp tục tăng lên. Ngân hàng của công ty rất lo lắng và dọa tịch thu tài sản thế chấp cho khoản vay nợ. Họ bắt đầu nói về việc đóng cửa Dempster và Buffett phải mau chóng hành động. Nếu một doanh nghiệp gắn với 20% vốn của ông sa sút, thì Công ty Hợp danh cũng sẽ gặp rắc rối nghiêm

trọng. May thay, nhờ gợi ý của Munger, Buffett đã gặp một "người điều hành" có tên là Harry Bottle và thuê ông ngay lập tức.

Harry là một chuyên gia xoay chuyển tình thế và nhanh chóng bắt tay vào việc. Ông nhớ lại việc xử lý vấn đề dư thừa hàng tồn kho: "Trong lúc tuyệt vọng, tôi chỉ đơn giản là thuê một người thợ sơn và với sự giúp đỡ của anh ta, chúng tôi sơn một đường kẻ rộng hơn 15 cm và cao hơn 3 m so với sàn nhà lên bức tường bên trong nhà kho lớn nhất của chúng tôi, và tôi gọi người quản lý nhà máy vào, thông báo với ông ta rằng nếu tôi bước vào nhà kho này mà không thể nhìn thấy dòng kẻ trên đống thùng, tôi sẽ sa thải tất cả mọi người, ngoại trừ bộ phận vận chuyển, cho đến khi thấy được dòng kẻ. Tôi dần dịch chuyển dòng kẻ xuống cho tới khi đạt tới mức tồn kho hợp lý."

Harry đã làm một công việc xuất sắc để định hình lại công ty khiến Buffett, trong bức thư năm tới, đã gọi Harry là "người đàn ông của năm." Ông không chỉ làm giảm hàng tồn kho từ 4 triệu đô la xuống còn 1 triệu đô la, giảm mối lo của ngân hàng cho vay (với khoản vay nhanh chóng được hoàn trả), mà ông còn cắt giảm chi phí hành chính và chi phí bán hàng xuống còn một nửa, đóng cửa năm chi nhánh không tạo ra được lợi nhuận. Với sự giúp đỡ của Buffett và Munger, Dempster cũng tăng giá các thiết bị đã sử dụng của họ lên đến 500% mà gây ít tác động đến lượng bán hàng hoặc phản đối từ khách hàng. Tất cả những việc này kết hợp lại đã khôi phục được lợi nhuận kinh tế giàu mạnh của doanh nghiệp.

Tư duy linh hoạt

Với Dempster, có thêm vấn đề nữa tách biệt Buffett với đại đa số những người đương thời và chứng minh sự linh hoạt trong quá trình suy nghĩ của ông: Ông hiểu công việc của mình với tư cách chủ doanh nghiệp và công việc của mình với tư cách một nhà đầu tư là một và giống nhau. Hầu hết mọi người nghĩ về bản thân trong vai trò này hoặc vai trò kia, nhưng với Buffett, ngay từ đầu hai vai trò là một và như nhau ở chỗ cả hai đều là người phân bổ vốn.

Thông thường, các nhà quản lý của các doanh nghiệp lợi nhuận thấp thấy họ không có lựa chọn nào khác ngoài việc tái đầu tư lợi nhuận vào doanh nghiệp của mình. Sau đó, họ đánh giá thành công so

với những doanh nghiệp cùng ngành. Điều này có thể thường dẫn tới hội chứng "người khỏe mạnh trong nhà tế bần", khi tiền được tái đầu tư ở mức gia tăng lợi nhuận thấp và chỉ để duy trì mãi lợi nhuận thấp kém.

Buffett phấn khích theo một cách khác, và ông đạt được kết quả tốt hơn một phần vì ông đầu tư sử dụng quy mô tuyệt đối. Với Dempster ông không sa lầy vào gói cảm xúc của một cựu chiến binh điều hành việc kinh doanh cối xay gió. Ông ở đó để tạo ra tỷ lệ sinh lời cao nhất trên số vốn ông đã gắn vào tài sản của doanh nghiệp. Quy mô tuyệt đối này cho phép ông thấy rằng việc khắc phục Dempster không phải bằng cách tái đầu tư trở lại vào cối xay gió. Ông ngay lập tức dừng việc công ty đổ thêm vốn vào và bắt đầu mang vốn đi.

Với lợi nhuận và tiền thu được từ việc chuyển đổi hàng tồn kho và các tài sản khác sang tiền mặt, Buffett bắt đầu mua cổ phiếu ông thích. Về bản chất, ông đã chuyển đổi vốn mà trước đây được sử dụng trong một ngành kinh doanh tồi (lợi nhuận thấp) – cối xay gió – thành vốn có thể được sử dụng trong một ngành kinh doanh tốt (lợi nhuận cao) – chứng khoán. Sự việc diễn biến càng lâu, Dempster càng ít giống một công ty sản xuất và càng ngày càng giống công ty hợp tác đầu tư hơn. Việc sẵn sàng và khả năng nhìn thấy vốn đầu tư là hoàn toàn thay thế được, dù đó là vốn gắn vào tài sản của doanh nghiệp hay vốn đầu tư vào chứng khoán, là một nét tính cách cực kỳ hiếm có.

Khi Buffett nắm quyền quản lý, ông đảm bảo rằng những tài sản có thể tái điều chỉnh sẽ được tái điều chỉnh. Sau đó, ông đã để công ty vay 20 đô la một cổ phiếu, để dùng vào việc mua nhiều hơn những cổ phiếu mà ông ưu ái. Ban đầu định giá tất cả Dempster vào năm 1961 là 35 đô la; đến cuối năm 1962, định giá của Buffett đã là 51 đô la một cổ phiếu, bao gồm chứng khoán trên thị trường trị giá 35 đô la và hoạt động sản xuất ở mức 16 đô la. Danh mục đầu tư chứng khoán của Dempster trở nên lớn bằng danh mục còn lại của Công ty Hợp danh.

Buffett đã đưa ra lời cảnh báo đúng đắn về các hậu quả tự nhiên của những thay đổi này:

Cần chỉ ra rằng năm ngoái Dempster 100% là vấn đề chuyển đổi tài sản và do đó, hoàn toàn không bị ảnh hưởng bởi thị trường

chứng khoán và bị ảnh hưởng mạnh bởi thành công của chúng ta với tài sản. Trong năm 1963, các tài sản sản xuất vẫn sẽ quan trọng, nhưng từ quan điểm định giá, nó sẽ có hành vi giống cổ phiếu Tổng quát hơn nhiều vì chúng ta đã đầu tư một phần lớn tiền của mình vào những cổ phiếu Tổng quát giống những cổ phiếu trong Công ty Hợp danh Trách nhiệm Hữu hạn Buffett.

Dempster là trải nghiệm đầu tiên của Buffett trong việc tham gia trọn vẹn vào đội ngũ quản lý của một công ty nằm trong hạng mục cổ phiếu Kiểm soát, và Bottle cho ông cái nhìn trực tiếp về sự khác biệt mà một giám đốc điều hành chất lượng cao, đáng tin cậy có thể tạo ra. Harry Bottle được khen ngợi không ngớt trong các bức thư của Buffett. Ở đây chúng ta thấy nguồn gốc của cái mà sau này trở thành phong cách riêng của Buffett, mượn từ Dale Carnegie: Khen ngợi theo tên, khiển trách theo tiêu chí.

Buffett và Bottle vẫn tiếp tục làm việc để giảm tài sản của Dempster cho đến khi tất cả những gì còn lại kiếm được một khoản lợi nhuận khả quan. Chuyện kết thúc vào năm 1963. Những tài sản sản xuất còn lại của Dempster cũng như cái tên Dempster đã được bán.

Một khía cạnh cuối cùng của câu chuyện thể hiện sự nhạy bén của Buffett trong việc tối đa hóa lợi nhuận sau thuế. Do tất cả các tài sản sản xuất đã hết, chỉ còn lại chứng khoán. Buffett đã có thể tránh được hóa đơn thuế doanh nghiệp của Dempster theo cách làm tăng gấp đôi lợi nhuận của BPL, giúp BPL lại thu về một khoản 45 đô la mỗi cổ phiếu.

Mặc dù việc đầu tư vào Dempster rất sinh lợi, Buffett không bao giờ đầu tư giống như vậy nữa. Ông đã từng bị báo chí địa phương chỉ trích là kẻ thanh lý. Sau này, khi đối mặt với câu hỏi liệu ông có thanh lý mảng kinh doanh dệt may của Berkshire vào năm 1969 không, ông nói,

Tôi không muốn thanh lý một mảng kinh doanh đang tạo công ăn việc làm cho 1.100 người khi mà Ban quản lý đã làm việc chăm chỉ để cải thiện vị trí của doanh nghiệp trong ngành, đem lại kết quả kinh doanh vừa phải, và miễn là mảnh kinh doanh không đòi hỏi vốn đầu tư bổ sung đáng kể. Tôi không muốn tiến hành những đợt di chuyển nhân sự mạnh chỉ để lấy thêm vài phần trăm điểm lợi nhuận

mỗi năm.

Dempster – Những người cùng thời

Dõi theo Buffett dùng kiến thức đầu tư của mình để giải quyết tình hình của Dempster sẽ đem lại nhiều hướng dẫn cho các nhà đầu tư hiện nay ở nhiều cấp độ. Thứ nhất, nó cho thấy một giả định sai lầm của nhiều người, đó là cổ phiếu Kiểm soát là một lĩnh vực hạn chế chỉ cho các nhà đầu tư lớn. Vào năm 1961, giá trị thị trường của Dempster là 1,6 triệu đô la, tương đương khoảng 13,3 triệu đô la ngày nay. Thứ hai, khả năng chơi ở những sân chơi nhỏ là một lợi thế lớn cho ông trong những năm đầu cũng như cho bất cứ kỳ ai ngày nay đang thực hiện những khoản đầu tư nhỏ hơn vậy. Lợi thế "hai dây cung trên một cây cung" của Cổ phiếu Tổng quát – Sở hữu tư nhân tạo điều kiện cho cả chủ nghĩa hành động chủ động lẫn sự kiểm soát. Ngay cả những người làm việc với một khoản tiền nhỏ hơn cũng có thể tận dụng lợi thế này trong các công ty vốn hóa nhỏ.

Buffett không phải là huyền thoại đầu tư duy nhất bắt đầu sự nghiệp từ những chứng khoán bị thị trường định giá thấp sâu sắc: David Einhorn, người sáng lập quỹ phòng hộ giờ đã trở nên khổng lồ Greenlight Capital vào năm 1996 với chưa đến 1.000.000 đô la, đã xác định được một công ty net-net nhờ cái tên C. R. Anthony được giao dịch ở mức 50% vốn lưu động ròng. Einhorn đổ 15% tài sản của mình vào đó và cuối cùng kiếm được mức lời 500% trong năm đó khi công ty được mua lại. Là một tỷ phú, những kiểu cơ hội như vậy khó có khả năng xảy ra cho ông một lần nữa. Các chuyên gia trong ngành chỉ ra rằng rất khó để bỏ hơn một triệu đô la vào các hoạt động theo chiến lược net-net được đa dạng hóa trong năm 2014. Nếu bạn không giàu có đến mức không thể thực hiện nó, thì chúc bạn săn tìm vui vẻ.

Giá trị:
Giá trị sổ sách và giá trị nội tại

Ngày nay, rất nhiều công cụ Internet miễn phí tồn tại để sàng lọc cổ phiếu giao dịch dưới giá trị sổ sách hoặc vốn lưu động ròng. Mua một giỏ các loại cổ phiếu được lựa chọn đúng đắn với tỉ

trọng bằng nhau và giữ chúng trong một hoặc hai năm (một trong những chiến lược của Tobias Carlisle) đã được chứng minh là rất hiệu quả trong lịch sử. Nhưng nếu bạn muốn đặt cược tập trung hơn như Buffett đã làm, bạn sẽ phải thực hiện một số phân tích, và nó bắt đầu bằng việc hiểu giá trị kinh tế thực (giá trị thanh lý có thể thu về) của tài sản một công ty.

Các bức thư liên quan tới Dempster có rất nhiều chi tiết cụ thể về quá trình thực tế Buffett đã thực hiện để định giá tài sản của các loại công ty đang gặp khó khăn; đó vẫn là quá trình mà các nhà đầu tư giá trị đang sử dụng ngày nay. Bản mô tả về Dempster là độc nhất bởi chúng ta không chỉ thấy việc thẩm định giá trị ban đầu của ông theo từng hạng mục; mà ta còn có thể thấy những giá trị này đã thay đổi như thế nào khi các sự kiện lần lượt diễn ra.

Quan trọng là, khi nói đến việc định giá tài sản thay vì việc định giá lợi nhuận, chúng ta đang nói về giá trị thanh khoản được tính toán cẩn thận. "Giá trị ước tính không nên là giá trị mà chúng ta kỳ vọng, hay giá trị có thể đối với một người mua sốt sắng, v.v. mà là những gì tôi ước lượng cổ phần của chúng ta sẽ đem lại nếu bán ở điều kiện hiện tại trong một khoảng thời gian tương đối ngắn." Phương pháp này trực tiếp xuất phát từ Graham.

Như ta có thể thấy trong Phụ lục D, Buffett đi từ trên xuống dưới các mục của bảng cân đối kế toán, được liệt kê theo tính thanh khoản của chúng. Tiền mặt có tính thanh khoản tới mức không cần điều chỉnh gì cả. Các khoản phải thu (tiền khách hàng nợ Dempster nhưng chưa thu được) có giá trị 85 xu trên một đồng đô la; hàng tồn kho, mà được ghi trên "sổ sách" theo nguyên giá, được giảm xuống còn 65 xu. Chi phí trả trước và "các khoản khác" được giả định ở mức chỉ có 25 xu trên một đồng đô la. Khi tổng kết các con số điều chỉnh, bạn có thể thấy rằng Buffett đang giả định giá trị thực sự của tài sản lưu động (có tính thanh khoản nhất) là 3,6 triệu đô la mặc dù thực tế trên sổ sách con số đó là 5,5 triệu đô la.

Tiếp theo, ông định giá tài sản dài hạn, tài sản mà thường có ít tính thanh khoản hơn, sử dụng giá trị đấu giá ước lượng. Với Dempster, những tài sản này sẽ là các cơ sở sản xuất và thiết bị (tên chính thức là Tài sản, Nhà xưởng & Thiết bị). Hãy để ý việc định giá 800,000 đô la so với 1,4 triệu đô theo giá trị sổ sách. Hãy nhớ rằng, Buffett tính giá trị tài sản trong trường hợp bán nhanh – giá trị sổ

sách chỉ cho bạn biết giá mà công ty đã trả để mua những tài sản này. Phương pháp này được thực hiện cẩn trọng một cách có chủ ý để đề phòng có sai số trong các giả định.

Một số công ty sẽ cần nhiều sự cẩn trọng hơn những công ty khác. Ví dụ, một công ty bán lẻ với hàng tồn kho chủ yếu là áo sơ mi đã lỗi thời, cần mức trừ hao nhiều hơn khoảng trừ hao yêu cầu đối với hàng tồn kho của một nhà sản xuất mà gồm các mặt hàng chưa hoàn thành (ví dụ như mạ thép). Bạn có thể nghiên cứu một chút để giúp cho việc tìm ra các yếu tố điều chỉnh chính xác hơn theo ngành. Cuốn *Phân tích chứng khoán* đào sâu vào những phức tạp của việc định giá tài sản. Với mục đích của chúng ta, bạn chỉ cần nắm bắt được những vấn đề cơ bản của phương pháp thực hiện và tầm quan trọng của sai số trong việc thận trọng ước tính là đủ. Điều đó có nghĩa, một khi bạn làm định giá, giá trị phải rõ ràng. Như Buffett đã nói trong thư, "chúng ta tìm kiếm biên lợi nhuận lớn – nếu nó hơi hẹp, chúng ta bỏ qua."

Như được chứng minh trong các bảng ở phụ lục, tài sản được điều chỉnh có tổng giá trị 4,4 triệu đô la. Khi khoản nợ 2,3 triệu đô la được trừ đi (luôn trừ ở mệnh giá), giá trị được điều chỉnh chỉ còn lại 2,2 triệu đô la. Với 60.000 cổ phiếu, ta tính ra được định giá ban đầu 35 đô la mỗi cổ phiếu. Giá trung bình của Buffett là 28 đô la tương ứng với 80% giá trị thanh lý điều chỉnh đã được tính toán thận trọng. Nói cách khác, mặc dù đó là một cái giá cực kỳ thấp so với giá trị sổ sách, điều quan trọng hơn là, nó vẫn rẻ đáng kể khi so với giá trị đã điều chỉnh, hay còn gọi là giá trị nội tại.

Một định giá "sống"

Trong vòng sáu tháng Harry Bottle nắm giữ công việc, ông đã có thể tạo ra những tiến triển đáng kể để xoay chuyển tình thế công ty, và một lần nữa chúng ta có thể thấy trong bảng ở phụ lục, cách mà sự tiến triển ông tạo ra giúp Dempster trở thành một công ty có giá trị hơn. Buffett vui mừng báo cáo, "Việc chuyển đổi thành công các phần đáng kể tài sản của Dempster thành tiền mặt, ở mức gần như 100 xu trên một đồng đô la, là đỉnh cao của năm 1962. Ví dụ, hàng tồn kho 4,2 triệu đô la tại thời điểm cuối năm trước có thể sẽ rơi vào khoảng 1,9 triệu đô la vào cuối năm nay, tức là giảm mức trừ hao

trên mục này đi khoảng 920.000 đô la (40% của mức giảm 2,3 triệu đô la).” Sử dụng cũng cùng hệ số điều chỉnh đó với mỗi mục cho thấy chính xác cách hành động này “sinh lời” thêm 15 đô la giá trị trên một cổ phiếu.

Buffett giải thích các con số cho các thành viên góp vốn của mình:

Ba sự kiện nổi bật: (1) Mặc dù giá trị ròng đã bị giảm phần nào bởi việc “dọn dẹp nhà cửa” và ghi giảm giá trị (giảm 550.000 đô la hàng tồn kho; tài sản cố định nhìn chung nhiều hơn giá trị sổ sách), chúng ta đã chuyển đổi tài sản thành tiền mặt với tỷ lệ cao hơn nhiều so với tỷ lệ áp dụng trong định giá năm trước đó của chúng ta. (2) Ở một mức độ nào đó, chúng ta đã chuyển đổi các tài sản từ mảng kinh doanh sản xuất (mảng kinh doanh tồi) sang một mảng kinh doanh mà chúng ta nghĩ là tốt – chứng khoán. (3) Bằng cách mua tài sản với giá giảm, chúng ta không cần dùng kỹ xảo gì để có mức tăng phần trăm cực kỳ tốt. Đây là nền tảng của triết lý đầu tư của chúng ta: “Không bao giờ phụ thuộc vào việc bán được giá tốt. Hãy kiếm giá mua hấp dẫn tới mức ngay cả khi chỉ bán được giá trung bình cũng đem lại kết quả tốt. Giá bán tốt hơn sẽ chỉ là phần thưởng phụ thêm mà thôi.”

Không bao giờ quên bảng cân đối kế toán

Buffett dạy các nhà đầu tư hãy nghĩ về cổ phiếu như một con đường qua đó có thể sở hữu một phần tài sản cấu thành nên doanh nghiệp. Giá trị của doanh nghiệp đó sẽ được xác định theo một trong hai phương pháp: (1) giá trị tài sản đó khi bán, hoặc (2) mức lợi nhuận trong mối quan hệ với giá trị tài sản cần thiết để sản xuất ra chúng. Điều này đúng với mọi doanh nghiệp và có mối quan hệ tương hỗ với nhau. Buffett nhận xét, “Năm nay Harry vẫn tiếp tục chuyển đổi những tài sản chưa sử dụng hết công năng thành tiền mặt, nhưng ngoài ra, anh còn khiến những tài sản cần thiết còn lại trở nên hiệu quả.”

Về mặt hoạt động, một doanh nghiệp có thể được cải thiện trong chỉ ba cách: (1) tăng doanh thu; (2) giảm tỷ lệ chi phí trên doanh thu; (3) giảm tỷ lệ tài sản trên doanh thu. Các yếu tố khác, (4) tăng tỷ lệ

vốn vay hoặc (5) giảm thuế suất, là những động lực tài chính tạo nên giá trị doanh nghiệp. Đây là những cách duy nhất một doanh nghiệp có thể làm để tăng giá trị.

Buffett "kéo tất cả các cần gạt" ở Dempster. Tăng giá những bộ phận thay thế và giảm chi phí hoạt động là cần gạt số 1 và số 2. Cần gạt số 3 là giảm hàng tồn kho (tài sản). Cần gạt số 4 là khi Buffett vay tiền để mua thêm cổ phiếu. Cần gạt số 5 là khi ông tránh hóa đơn thuế khổng lồ bằng cách bán tất cả các tài sản hoạt động của công ty.

Khi lợi nhuận tăng lên và vốn cần có để sản xuất ra mức lợi nhuận đó đi xuống, lợi nhuận và giá trị của doanh nghiệp đồng thời đi lên. Buffett hiểu điều này và Dempster là một ví dụ mạnh mẽ cho các nhà đầu tư hiện nay, những con người luôn bị ám ảnh về việc đạt được (1) và (2) bằng cách bỏ đi (3). Rút những tài sản không sử dụng đúng mức ra khỏi công ty không chỉ tạo ra tiền mặt để sử dụng vào những việc khác, mà nó còn làm cho doanh nghiệp tốt hơn và có giá trị hơn. Đó là một lời nhắc nhở tuyệt vời cho các nhà đầu tư cá nhân và các nhà đầu tư chuyên nghiệp để họ tập trung sự chú ý của mình đầu tiên đến bảng cân đối kế toán (phải có lý do nó mới xuất hiện đầu tiên trong bộ báo cáo tài chính). Không bao giờ được quên rằng nếu không có tài sản hữu hình, thì sẽ không có thu nhập.

Bài học từ Thư gửi thành viên góp vốn: Dempster Mill

NGÀY 22 THÁNG 7 NĂM 1961

Chúng ta cũng bắt đầu đạt được một giao ước lớn tiềm năng trên thị trường mở, thứ mà tôi, tất nhiên, hy vọng sẽ không hành xử theo chiều quay của thị trường trong ít nhất một năm tới. Giao ước như vậy có thể gây trở ngại cho hiệu quả ngắn hạn, nhưng nó sẽ hứa hẹn các kết quả vượt trội trong giai đoạn nhiều năm cùng với đặc tính phòng thủ đáng kể.

NGÀY 24 THÁNG 1 NĂM 1962

Công ty Sản xuất Dempster Mill

Hiện tại chúng ta đang tham gia kiểm soát Công ty Sản xuất Dempster Mill của Beatrice, Nebraska. Cách đây 5 năm, chúng ta mua cổ phiếu đầu tiên khi nó là một chứng khoán bị đánh giá thấp hơn so với giá trị. Sau đó, một lượng cổ phiếu lớn xuất hiện, và khoảng bốn năm về trước tôi đã tham gia vào hội đồng quản trị. Tháng 8 năm 1961, chúng ta nắm quyền kiểm soát đa số, cho thấy một thực tế rằng nhiều hoạt động của chúng ta không hẳn thuộc dạng "ngày một ngày hai".

Hiện nay chúng ta sở hữu 70% cổ phiếu của Dempster với 10% khác được nắm giữ bởi vài cộng sự. Với chỉ 150 cổ đông hoặc hơn, thị trường của cổ phiếu này gần như không tồn tại, và trong bất kỳ trường hợp nào, cũng không có ý nghĩa gì đối với cổ phiếu kiểm soát. Chính hành động của chúng ta trong thị trường như vậy có thể ảnh hưởng mạnh mẽ đến giá niêm yết.

Vì vậy, việc ước tính giá trị cuối năm của quyền kiểm soát này là cần thiết. Điều này có tầm quan trọng đặc biệt do các thành viên góp vốn mới mua vào dựa trên mức giá này, và các thành viên góp vốn cũ đang bán một phần lợi ích của họ cũng dựa trên cùng mức giá. Giá trị ước tính không nên là giá trị mà chúng ta kỳ vọng, hay giá trị có thể đối với một người mua sốt sắng, v.v. mà là những gì tôi ước lượng cổ phần của chúng ta sẽ đem lại nếu bán ở điều kiện hiện tại trong một khoảng thời gian tương đối ngắn. Nỗ lực của chúng ta sẽ hướng tới việc gia tăng giá trị này, và chúng ta tin có triển vọng để làm điều đó.

Dempster là một nhà sản xuất thiết bị nông nghiệp và hệ thống nước với doanh số năm 1961 khoảng chín triệu đô la. Trong những năm gần đây, hoạt động công ty chỉ tạo ra được lợi nhuận không đáng kể so với đồng vốn bỏ ra. Điều này phản ánh tình hình quản lý yếu kém, cùng với tình hình ngành công nghiệp khá khó khăn. Hiện nay, giá trị ròng hợp nhất (giá trị sổ sách) là khoảng 4,5 triệu đô la, hay 75 đô la mỗi cổ phiếu, vốn lưu động hợp nhất khoảng 50 đô la mỗi cổ phiếu, và vào cuối năm, chúng ta định giá khoản cổ phiếu nắm giữ ở mức 35 đô la mỗi cổ phiếu. Mặc dù tôi không khẳng định bất kỳ lời dự đoán nào trong vấn đề như vậy, nhưng tôi cảm thấy đây là định giá công bằng cho cả thành viên góp vốn mới và cũ. Chắc chắn, kể cả khi

khôi phục được khả năng sinh lời ở mức vừa phải, tôi sẽ điều chỉnh định giá cao hơn, và kể cả khi không thể, Dempster nên có kế hoạch để đạt được kết quả tốt hơn. Lợi ích kiểm soát của chúng ta được mua ở mức giá trung bình khoảng 28 đô la, và khoản nắm giữ này hiện đang đại diện cho 21% tài sản thuần của Công ty Hợp danh dựa trên mức giá trị 35 đô la.

Tất nhiên, phần này trong danh mục đầu tư của chúng ta sẽ không đáng giá nhiều tiền hơn chỉ vì General Motors, U.S. Steel, v.v., bán cao hơn. Trong một thị trường giá lên mạnh mẽ, hoạt động đầu tư trong các trường hợp kiểm soát có vẻ rất khó khăn để kiếm được tiền so với việc mua cả thị trường. Tuy nhiên, tôi ý thức nhiều hơn về những mối nguy hiểm tại mức độ thị trường hiện nay hơn là các cơ hội. Các trường hợp kiểm soát, cùng với cổ phiếu Tính toán, đem đến một cách thức bảo vệ một phần danh mục đầu tư của chúng ta khỏi những mối nguy hiểm đó.

NGÀY 1 THÁNG 11 NĂM 1962

Chúng tôi định sử dụng phương pháp mà chúng tôi sử dụng cuối năm ngoái để định giá cổ phần kiểm soát tại Dempster Mill vào cuối năm nay. Điều này liên quan đến việc áp dụng khoản trừ hao bao nhiêu trên bảng cân đối kế toán để phản ánh quan điểm của tôi về những gì có thể thu được khi thực hiện một vụ bán hàng nhanh chóng. Năm ngoái ta đã trừ hao khoảng 40% đối với hàng tồn kho, 15% các khoản phải thu, giá trị ước tính khi đấu giá tài sản cố định, v.v., mà dẫn tới giá trị xấp xỉ 35 đô la một cổ phiếu.

Việc chuyển đổi thành công các phần đáng kể tài sản của Dempster thành tiền mặt, ở mức gần như 100 xu trên một đồng đô la, là đỉnh cao của năm 1962. Ví dụ, hàng tồn kho ở mức 4,2 triệu đô la tại thời điểm cuối năm trước có thể sẽ rơi vào khoảng 1,9 triệu đô la vào cuối năm nay, tức là giảm mức trừ hao trên mục này đi khoảng 920.000 đô la (40% của mức giảm 2,3 triệu đô la). Tôi sẽ viết một bài hoàn chỉnh về vấn đề này trong thư thường niên của mình. Đủ để nói rằng vào thời điểm này, việc áp dụng cùng mức trừ hao nói trên có thể sẽ dẫn đến giá trị cuối năm ít nhất là 50 đô la mỗi cổ phiếu. Mức độ của việc chuyển đổi tài sản có lẽ tốt nhất được minh họa trong một câu bằng cách chỉ ra rằng, trong khi chúng ta có 166.000 đô la tiền

mặt và 2.315.000 đô la các khoản nợ vào 30 tháng 11 năm 1961 (cuối năm tài chính của Dempster), chúng ta kỳ vọng rằng năm nay sẽ có khoảng 1 triệu đô la dưới dạng tiền mặt và các khoản đầu tư (các loại đầu tư mà Công ty Hợp danh mua) so với tổng nợ phải trả 250.000 đô la. Triển vọng cải thiện nhiều hơn nữa ở đây vào năm 1963 trông có vẻ khả quan, và chúng ta trông đợi một danh mục đầu tư mở rộng đáng kể trong năm tiếp theo.

Với việc định giá Dempster tại mức 50 đô la mỗi cổ phiếu, tổng mức lãi của chúng ta (trước khi thanh toán cho các thành viên góp vốn) đến ngày 31 tháng 10 cho Công ty Hợp danh là 5,5%. Con 22,3% vượt mức thị trường này, nếu được duy trì cho đến hết năm nay, sẽ là một trong những khoản tăng trưởng lớn nhất chúng ta từng có. Khoản 60% lợi thế này đạt được bởi các cổ phiếu khác ngoài Dempster trong danh mục đầu tư, và 40% là kết quả của việc giá trị gia tăng tại Dempster.

NGÀY 18 THÁNG 1 NĂM 1963

Công ty Sản xuất Dempster Mill

Đỉnh cao của năm 1962 xét từ quan điểm kết quả kinh doanh chính là tình thế kiểm soát hiện tại của chúng ta – sở hữu 73% Dempster Mill. Lĩnh vực chính của Dempster là các thiết bị nông nghiệp (chủ yếu là các mặt hàng bán lẻ với giá 1.000 đô la hoặc thấp hơn), hệ thống nước, vật tư cấp nước giếng và đường ống dẫn nước.

Các hoạt động trong một thập kỷ qua đã được thể hiện bởi doanh số không nhiều thay đổi, tỉ lệ luân chuyển hàng tồn kho thấp và hầu như không có lợi nhuận trên vốn đầu tư bỏ vào.

Chúng ta nắm quyền kiểm soát công ty vào tháng 8 năm 1961 với mức giá trung bình khoảng 28 đô la mỗi cổ phiếu, đã mua một số cổ phiếu ở mức giá thấp 16 đô la trong những năm trước đó, nhưng phần lớn là trong một đợt chào hàng mức 30,25 đô la vào tháng 8. Khi nắm được quyền kiểm soát của công ty, rõ ràng rằng thứ trở nên quan trọng nhất là giá trị của tài sản, không phải giá niêm yết thị trường cho một mảnh giấy (chứng nhận cổ phiếu). Năm ngoái, cổ phần nắm giữ tại Dempster của chúng ta được định giá bằng việc áp

dụng mức trừ hao tôi cho là hợp lý với các tài sản khác nhau. Những mức định giá được đưa ra dựa trên tình trạng chúng là những tài sản không thu được lợi nhuận và không đánh giá trên cơ sở tiềm năng, mà là trên cơ sở những gì tôi nghĩ một khi bán đi nhanh chóng sẽ thu được gì. Công việc của chúng ta là áp dụng lãi kép lên những giá trị này ở một tỉ suất hợp lý. Bảng cân đối kế toán hợp nhất[60] năm ngoái và việc tính giá trị hợp lý của ta được thể hiện dưới đây. [Phụ lục D].

Năm tài chính của Dempster kết thúc vào ngày 30 tháng 11, và do chưa có kết quả kiểm toán hoàn chỉnh, tôi ước tính xấp xỉ các số liệu và làm tròn đến 35 đô la mỗi cổ phiếu cho năm ngoái.

Ban đầu, chúng ta đã làm việc với ban quản lý cũ về việc sử dụng vốn hiệu quả hơn, có lợi nhuận hoạt động tốt hơn, giảm chi phí quản lý, v.v. Nhưng những nỗ lực này đã hoàn toàn thất bại. Sau những nỗ lực phí hoài của chúng ta trong vòng sáu tháng, một điều trở nên rõ ràng là họ chỉ ủng hộ những mục tiêu của chúng ta bằng lời nói, chứ không có khả năng hoặc không sẵn lòng làm, nên chẳng đạt được gì cả. Cần có một sự thay đổi.

Một người bạn tốt của tôi đã nhiệt thành giới thiệu Harry Bottle để giải quyết kiểu vấn đề của chúng ta. Ngày 17 tháng 4 năm 1962, tôi gặp Harry tại Los Angeles, đưa ra một thỏa thuận thưởng công cho anh dựa trên những mục tiêu của chúng ta mà anh đáp ứng được, và vào ngày 23 tháng 4, anh đã ngồi vào vị trí chủ tịch tại Beatrice. Không nghi ngờ gì rằng Harry là người đàn ông của năm. Mỗi mục tiêu chúng ta đã đặt cho Harry đều được đáp ứng, và tất cả những bất ngờ đều đem đến niềm vui. Anh đã hoàn thành hết từ mục tiêu này cho tới mục tiêu khác vốn ngỡ là không thể làm được, và luôn thực hiện những điều khó khăn trước. Điểm hòa vốn của chúng ta đã được giảm gần như một nửa, hàng hóa chậm hoặc "chết" đều đã được bán đi hoặc loại bỏ, các quy trình tiếp thị được sửa đổi, và những thiết bị thua lỗ được bán đi.

Kết quả của chương trình này được thể hiện một phần trong bảng cân đối kế toán bên dưới, *[Phụ lục D]*, được đánh giá trên cùng một cơ sở như năm ngoái, do trong bảng cân đối vẫn còn những tài sản không sản sinh lợi nhuận.

Vào ngày 2 tháng 1 năm 1963, Dempster nhận được một khoản vay không thế chấp 1.250.000 đô la. Nguồn vốn này, cùng với các

nguồn vốn vừa được "dọn chỗ" cho phép chúng ta có một danh mục đầu tư chứng khoán với khoảng 35 đô la một cổ phiếu tại Dempster, nhiều hơn đáng kể so với những gì chúng ta trả cho toàn bộ công ty. Do đó định giá hiện tại của chúng ta sẽ bao gồm giá trị ròng khoảng 16 đô la mỗi cổ phiếu trong hoạt động sản xuất và 35 đô la trong hoạt động chứng khoán so với cổ phiếu của Công ty Hợp danh Hữu hạn Buffett.

Đương nhiên chúng ta đều nỗ lực để có thể áp dụng lãi kép lên 16 đô la trong sản xuất ở một tỉ suất hấp dẫn và tin rằng chúng ta có cách để đạt được điều này. Trong khi điều này sẽ dễ dàng đạt được nếu doanh nghiệp có lợi nhuận, chúng ta vẫn có những ý tưởng hứa hẹn ngay cả khi doanh nghiệp không sinh lời.

Cần chỉ ra rằng năm ngoái Dempster 100% là vấn đề chuyển đổi tài sản và do đó, hoàn toàn không bị ảnh hưởng bởi thị trường chứng khoán, và bị ảnh hưởng mạnh bởi thành công của chúng ta với tài sản. Trong năm 1963, các tài sản sản xuất vẫn sẽ quan trọng, nhưng từ quan điểm định giá, nó sẽ có hành vi giống cổ phiếu Tổng quát hơn nhiều vì chúng ta đã đầu tư một phần lớn tiền của mình vào những cổ phiếu Tổng quát giống những cổ phiếu trong Công ty Hợp danh Trách nhiệm Hữu hạn Buffett. Vì mục đích thuế, chúng ta có thể sẽ không đưa cổ phiếu Tính toán vào Dempster. Do đó, nếu thị trường giảm mạnh, nó sẽ có ảnh hưởng to lớn đối với việc định giá Dempster. Tương tự, Dempster sẽ được hưởng lợi trong năm nay từ một thị trường đi lên mà vốn không xảy ra trong hầu hết năm trước.

Có một điểm cuối cùng vô cùng quan trọng đối với Công ty Hợp danh Trách nhiệm Hữu hạn Buffett. Chúng ta giờ đã có một mối quan hệ với một người điều hành, người mà có thể có những lợi ích to lớn trong các trường hợp kiểm soát trong tương lai. Harry chưa bao giờ nghĩ đến việc điều hành một công ty cho tới sáu ngày trước khi anh đảm nhiệm vị trí. Anh là một người linh hoạt, chăm chỉ và thực hiện những chính sách được đề ra. Anh muốn được tưởng thưởng xứng đáng cho những điều mình đã hoàn thành tốt, và tôi thích làm việc với những người không cố gắng tìm cách sửa chữa vấn đề trong một căn phòng xa hoa.

Harry và tôi đều mến nhau, và mối quan hệ của anh đối với Công ty Hợp danh Trách nhiệm Hữu hạn Buffett là có lợi cho tất cả chúng ta.

NGÀY 10 THÁNG 7 NĂM 1963

Trong bức thư thường niên gần đây nhất của tôi, tôi đã mô tả Harry Bottle là “người đàn ông của năm”. Nói như vậy vẫn chưa đủ. Năm ngoái, anh đã làm được một công việc tuyệt vời là chuyển đổi các tài sản không sinh lời sang tiền mặt để sau đó chúng ta có thể bắt đầu đầu tư vào chứng khoán định giá thấp. Năm nay, Harry tiếp tục chuyển đổi những tài sản chưa được dùng hết công suất thành tiền mặt, và hơn thế nữa, anh còn khiến những tài sản cần dùng trở nên năng suất hơn. Vì vậy mà chúng ta có được sự chuyển đổi dưới đây trong các bảng cân đối kế toán trong suốt chín tháng qua [Phụ lục D]

Tôi đã bao gồm ở trên các yếu tố chuyển đổi mà trước đây chúng ta đã sử dụng trong định giá Dempster cho mục đích của B.P.L., phản ánh giá trị ước lượng khi bán ngay lập tức các tài sản không sinh lời.

Ta cũng có thể thấy rằng, Dempster đã thu được lợi nhuận hoạt động rất khả quan trong nửa đầu năm (cũng như khoản lợi nhuận chưa thực hiện tăng đáng kể của chứng khoán) và chẳng có gì nghi ngờ khi nói rằng hoạt động kinh doanh, như đang tiến hành bây giờ, ít nhất đã có khả năng sinh lời ở mức trung bình trên khối tài sản đã giảm mạnh, cần thiết để sinh ra mức lời đó. Tuy nhiên, bởi một yếu tố thời vụ rất quan trọng và cũng do thuế kết chuyển vào các năm tài chính sau[(61)], khả năng sinh lời gần như không thể được suy ra đơn giản chỉ bằng so sánh bảng cân đối kế toán của ngày 30 tháng 11 năm 1962 và ngày 30 tháng 6 năm 1963. Một phần vì tính thời vụ này, nhưng quan trọng hơn, vì sự phát triển tiềm năng của Dempster trước cuối năm 1963, chúng ta đã để cổ phiếu Dempster ở mức định giá 51,26 đô la vào cuối năm 1962 trong số liệu cho nửa đầu năm của B.P.L. Tuy nhiên, tôi sẽ rất ngạc nhiên nếu nó không đem đến một con số cao hơn so với con số này vào cuối năm.

Thêm một ví dụ minh họa cho những người đầu tư cơ bản[(62)] trong nhóm của chúng ta: B.P.L. sở hữu 71,7% của Dempster được mua với chi phí 1.262.577,27 đô la. Vào ngày 30 tháng 6 năm 1963, Dempster có một hộp ký thác an toàn tại Ngân hàng Quốc gia Omaha chứa đựng chứng khoán với tổng giá trị 2.028.415,25 đô la. 71,7% cổ phần của 2.028.415,25 đô la tương ứng với số tiền 1.454.373,7 đô la. Như vậy, tất cả mọi thứ đang có (và một phần chưa có) là lợi nhuận.

Những người bạn phân tích chứng khoán của tôi có thể thấy rằng đây là một phương pháp tính toán khá thô sơ, nhưng tôi phải thú nhận rằng tôi thấy nhiều sự chắc chắn hơn ở phương pháp tính toán tay chân này hơn là trông cậy vào việc cầu nguyện rằng ai đó sẽ trả tiền tôi gấp 35 lần lợi nhuận trong năm tới.

Thư gửi các Cổ đông của Dempster Mill (Không bao gồm trong Thư gửi các thành viên góp vốn)

NGÀY 20 THÁNG 7 NĂM 1963

Đính kèm theo đây là thông báo về cuộc họp cổ đông đặc biệt, được tổ chức tại Beatrice vào 19 giờ thứ Tư, ngày 31 tháng 7 năm 1963. Tôi viết bức thư này để quý vị có thời gian xem xét trước các vấn đề sẽ được biểu quyết tại cuộc họp này.

Đính kèm là các báo cáo tài chính thể hiện thu nhập chưa kiểm toán trong bảy tháng đầu của năm tài chính và một bảng cân đối kế toán thể hiện tình hình tài chính của công ty vào ngày 30 tháng 6 năm 1963. Rõ ràng năm ngoái Harry Bottle đã làm việc rất tốt với tư cách chủ tịch và vẫn tiếp tục vào năm nay. Đối với doanh nghiệp của chúng ta, yếu tố thời vụ đóng vai trò đáng kể, nên dự kiến trong thời gian còn lại của năm các hoạt động sẽ ở khoảng hòa vốn. Tuy nhiên, có vẻ như hoạt động cả năm sẽ dẫn tới một trong những năm thành công nhất trong lịch sử gần đây.

Sự cải thiện đáng kể trong kết quả hoạt động đã đạt được bằng cách loại bỏ các dòng sản phẩm không có lợi nhuận, đóng cửa các chi nhánh không sinh lời, loại bỏ các chi phí không cần thiết, điều chỉnh giá bảo hành, v.v. Ngoài ra để khôi phục công ty trở về hoạt động có lợi nhuận, những hành động này cũng đã làm giảm đáng kể nhu cầu vốn của doanh nghiệp. Theo đó, vào ngày 30 tháng 6, chúng ta sở hữu 1.772.000 đô la chứng khoán khả mại với giá trị thị trường vào ngày

hôm đó là 2.028.000 đô la. Có vẻ rằng công ty sẽ sớm ở trong tình trạng mà chỉ khoảng 60% tài sản được sử dụng trong hoạt động sản xuất. Việc dùng vốn vượt mức thể hiện các vấn đề nghiêm trọng trong công tác quản lý khi nỗ lực tạo ra lợi nhuận khả quan trên tổng số vốn cam kết cho doanh nghiệp.

Ban quản lý đã xem xét đến nhiều phương án thay thế cho việc sử dụng nguồn vốn này trong kinh doanh cũng như các khả năng khác được khai thác, mà theo đó các nguồn vốn dư thừa có thể được trực tiếp trao trả cho các cổ đông mà không phải áp các khoản lớn thuế thu nhập thông thường. Dường như không thể thực hiện bất kỳ việc phân chia tỷ lệ nào mà không bị đánh thuế như đối với một cổ tức bình thường. Cố vấn pháp lý của chúng ta đã đưa ra lời khuyên rằng cách hiệu quả nhất để trao khoản vốn này vào tay các cổ đông Dempster là qua việc bán các tài sản hoạt động của công ty theo nguyên tắc hoạt động liên tục[(63)], sau đó là thanh lý công ty. Điều này không có nghĩa là thanh lý hoạt động kinh doanh, vì trước đó nó đã được bán theo nguyên tắc doanh nghiệp hoat động liên tục. Sau đó, tất cả các quỹ vốn có thể được phân chia theo tỷ lệ cho các cổ đông, chỉ chịu thuế thặng dư vốn[(64)] trên số tiền nhận được vượt quá cơ sở thuế của cổ phiếu mỗi cổ đông. Chúng ta được đặc biệt khuyến nghị rằng việc làm này nên được thực hiện nhanh chóng do công ty sắp hết các khoản kết toán thuế các năm về sau theo tính toán của các kiểm toán viên và sau đó thì lợi nhuận kinh doanh của chúng ta sẽ phải chịu 52% thuế thu nhập liên bang.

Như đang được tiến hành, hội đồng quản trị nhất trí tin rằng việc kinh doanh của Dempster Mill có giá trị như một doanh nghiệp hoạt động liên tục ngoài giá trị thanh lý tài sản. Vì vậy, chúng tôi tin đó là lợi ích tốt nhất cho các cổ đông, nhân viên và khách hàng khi công ty được bán với tư cách doanh nghiệp liên tục hoạt động. Harry Bottle sẽ luôn sẵn sàng đảm nhận vị trí quản lý cho bất kỳ người mua nào. Anh đã được hướng dẫn để tiến hành hoạt động trong khoảng thời gian gián đoạn trước khi bán, theo một cách nhất quán với kế hoạch hoạt động của chúng ta trong năm vừa qua. Nguyên vật liệu sẽ được mua, việc sản xuất được lên kế hoạch, v.v. dựa trên các mô hình tương tự đã được dùng liên quan tới sản phẩm và phân phối như năm ngoái.

Gần đây đã có nhiều cuộc đàm phán giữa Ủy ban Điều hành và

đại diện một số người mua tiềm năng đang tìm kiếm một thương vụ doanh nghiệp hoạt động liên tục. Những cuộc thương thảo này chưa dẫn đến hợp đồng nào cả, mặc dù trong hai trường hợp, sự khác biệt có vẻ như tương đối nhỏ. Hiện tại, một bên quan tâm có ý định mở rộng đáng kể các hoạt động kinh doanh của Beatrice đang xem xét các hoạt động của công ty.

Do tính chất mùa vụ trong hoạt động kinh doanh của chúng ta, một điều cần thiết cho bất cứ người mua nào là tiếp nhận các hoạt động vào đầu mùa thu tới để chuẩn bị tốt nhất cho mùa bán hàng lớn vào mùa xuân. Do đó, Hội đồng quản trị cảm thấy nên có những hành động cụ thể trong tương lai gần.

Thông báo cuộc họp đặc biệt kèm theo mô tả các trình tự tiến hành như sau:

Qua ngày 13 tháng 9, chúng ta sẽ tiếp tục nỗ lực bán doanh nghiệp như một doanh nghiệp hoạt động liên tục trên cơ sở đàm phán.

Ý định bán doanh nghiệp sẽ được quảng bá rộng rãi ngay sau cuộc họp cổ đông. Theo dự định, các công ty được liên hệ là các công ty lớn trong lĩnh vực bơm nước, thiết bị và phân bón. Chúng ta sẽ vẫn giữ quyền bán doanh nghiệp trên cơ sở đàm phán cho đến hết ngày 13. Trong khoảng thời gian này, hợp đồng có thể sẽ được điều chỉnh theo nguyện vọng của bên mua.

Trong trường hợp tới ngày 13 tháng 9, mọi đàm phán thất bại, chúng ta sẽ tổ chức bán đấu giá công khai vào ngày 30 với hợp đồng thương mại theo chuẩn mà chúng ta cung cấp và tất cả các nhà thầu đều phải tuân thủ. Thương vụ bán đó sẽ được quy ra tiền mặt. BPL, sở hữu 44.557 cổ phiếu Dempster, hiện nay cũng có ý định bỏ thầu nếu thương vụ diễn ra và sẽ sắp xếp để đưa vào một thỏa thuận góp vốn, hoặc liên doanh với bất kỳ cổ đông hoặc nhóm cổ đông nào khác trong cùng một chào thầu, nếu họ muốn. Đương nhiên bất kỳ cổ đông nào của Dempster cũng có thể chào thầu theo tư cách cá nhân.

Chúng tôi muốn nhấn mạnh rằng Dempster sẽ được bán như một doanh nghiệp hoạt động và người mua sẽ mua quyền sử dụng tên Dempster trong hoạt động kinh doanh. Sau khi bán, hội đồng có ý định tiến hành phân bổ theo thứ tự số tiền thu được từ việc bán và

chuyển nhượng các tài sản khác, trừ những tài sản có thể được phân phối thuận tiện theo cách không cần đổi ra tiền.

Bất chấp một điều rõ ràng rằng không thể ước tính được khoản thu về cuối cùng cho các cổ đông là bao nhiêu, nhưng gần chư chắc chắn cao hơn nhiều so với giá niêm yết hiện tại hoặc trước đây của cổ phiếu Dempster. Do đó, các cổ đông được khuyến khích nên giữ lại cổ phần của mình, ít nhất là cho đến khi có thêm thông báo về những nỗ lực bán doanh nghiệp được tiến hành.

Chúng tôi hy vọng tất cả các cổ đông có thể tham dự cuộc họp đặc biệt này để mọi thắc mắc của quý vị có thể được giải đáp. Nếu không thể tham dự, bất kỳ câu hỏi bằng văn bản gửi đến cho chúng tôi đều sẽ được trả lời kịp thời.

Trân trọng,

WEB, Chủ tịch hội đồng quản trị.

NGÀY 6 THÁNG 11 NĂM 1963

Năm 1963, khoản thuế doanh nghiệp to lớn mà chúng ta đang phải đối mặt cùng với quỹ thanh khoản dư trong công ty bắt buộc chúng ta phải hoặc giải thể hoặc bán công ty.

Chúng ta đề ra sẽ phải thực hiện một trong hai phương án trước khi kết thúc năm 1963. Giải thể doanh nghiệp có nhiều vấn đề, nhưng về mặt thực tế cũng sẽ tăng gấp đôi thu nhập cho các thành viên góp vốn cũng như loại bỏ các vấn đề thuế thặng dư trên vốn đánh vào chứng khoán Dempster.

Ở gần như những phút cuối cùng, sau nhiều thương vụ trước đó đã thất bại ở những giai đoạn đã có bước phát triển nhất định, một thương vụ bán tài sản đã được thực hiện. Mặc dù có khá nhiều vấn đề đối với thương vụ này, giá trị ròng thu về vẫn xấp xỉ giá trị sổ sách. Điều này, cùng với lợi nhuận chúng ta đạt được trong danh mục đầu tư chứng khoán khả mại, đem về cho chúng ta khoản lợi nhuận khoảng 80 đô la mỗi cổ phiếu. Dempster (hiện nay có tên là Tập đoàn First Beatrice – chúng ta đã bán tên cho công ty mới) hiện tại giảm

xuống còn hầu như toàn tiền mặt và chứng khoán khả mại. Trên bảng kết quả kiểm toán cuối năm của BPL, cổ phiếu nắm giữ trong First Beatrice của chúng ta được định giá theo giá trị tài sản (cùng các chứng khoán tính theo giá thị trường) dưới 200.000 đô la với các mục đích dự phòng khác nhau.

Tôi muốn đề cập thêm rằng chúng ta tin những người mua sẽ làm rất tốt với Dempster. Họ đã tạo được ấn tượng với chúng ta là những người có năng lực và họ có nhiều kế hoạch rất tốt để mở rộng kinh doanh và nâng mức lợi nhuận của công ty. Chúng ta có thể sẽ khá vui lòng điều hành Dempster trên cơ sở doanh nghiệp chưa được hợp nhất, nhưng chúng ta cũng sẽ vui lòng bán nó ở một mức giá hợp lý. Việc kinh doanh của chúng ta là thực hiện những thương vụ mua xuất sắc, chứ không phải bán xuất sắc.

Harry cũng làm việc giống như cách của tôi – thích những phần thưởng lớn. Anh hiện tại là một đối tác trách nhiệm hữu hạn của BPL, và trong hoạt động kinh doanh cần thắt chặt tiếp theo của chúng ta, anh chính là người ta cần.

Câu chuyện về Dempster chỉ ra vài bài học như sau:

1. Việc kinh doanh của chúng ta đòi hỏi một sự kiên nhẫn. Nó có rất ít điểm chung với danh mục đầu tư cổ phiếu tham vọng hào nhoáng và trong các giai đoạn những cổ phiếu như vậy nổi lên, chúng ta có thể trông khá nhàm chán.

2. Việc giá chứng khoán không thay đổi gì trong nhiều tháng, hoặc có lẽ là nhiều năm, là lợi thế của chúng ta. Điều này chỉ ra sự cần thiết phải đo lường kết quả với khoảng thời gian đủ dài. Tối thiểu là ba năm.

3. Chúng ta không thể kể về các hoạt động đầu tư hiện tại của mình. Một chính sách truyền miệng như vậy không bao giờ có thể cải thiện được kết quả và trong một vài tình huống có thể gây tổn hại nghiêm trọng tới chúng ta. Vì lý do này, nếu bất cứ ai, kể cả các đối tác, hỏi xem chúng ta có quan tâm tới chứng khoán cụ thể nào không, chúng ta phải viện đến "Điều sửa đổi lần thứ 5".

Tóm lược

Nhìn lại Dempster nhiều năm sau này, Buffett đã nói rằng "việc thuê Harry có lẽ là quyết định quản lý quan trọng nhất tôi từng đưa ra. Dempster đã gặp rắc rối lớn dưới hai đời quản lý trước đó, và các ngân hàng coi công ty như một vụ phá sản tiềm năng. Nếu Dempster sa sút, cuộc sống và tài sản của tôi sẽ khác rất nhiều từ khi đó."

Đây không chỉ là một câu chuyện thú vị, mà còn là một điều tuyệt vời vì ta có cơ hội đứng trên vai người khổng lồ Buffett và dõi theo việc đầu tư của ông đã phát triển thế nào từ năm này qua năm khác. Các phương pháp cơ bản của Graham về định giá net-net cũng được tìm thấy trong câu chuyện này, và sau đó ta còn có thể thấy Buffett đã dùng năm đòn bẩy cơ bản của giá trị doanh nghiệp thế nào để cải thiện công ty và làm cho nó có giá trị hơn.

Trong những chương tiếp theo, chúng ta sẽ hướng sự chú ý về những bài học của Công ty Hợp danh trong việc tránh một số sai lầm phổ biến trong đầu tư, chẳng hạn như tư duy truyền thống gây nhầm lẫn với hành động cẩn trọng thực sự, quá coi trọng thuế suất, tác động của quy mô tới hiệu suất, và tầm quan trọng của việc duy trì những khối đầu tư quý giá của bạn trong khi những người xung quanh đang đánh mất dần.

PHẦN III

CHƯƠNG 10
THẬN TRỌNG SO VỚI THÔNG THƯỜNG

"Việc thăm dò dư luận không thể thay thế tư duy."

– NGÀY 18 THÁNG 1 NĂM 1965

Trong nhiều trường hợp, đi theo đám đông có thể là một chiến lược khá hiệu quả. Khi bạn tới một ngôi trường xa lạ để xem một trận đấu lớn, theo sau đám đông trước khi trận đấu bắt đầu thường là một cách hay để tìm sân vận động. Tương tự như vậy, nếu bạn thấy mọi người hoảng loạn chạy khỏi một rạp chiếu phim, thì chắc bạn không nên bước vào đó thì hơn. Lần tới, nếu bạn thấy một đám người cùng nhìn chăm chú theo một hướng, bạn thử xem có ngăn được bản thân không nhìn không. Tôi cược là bạn không thể. Được lập trình sẵn trong trạng thái con người của chúng ta, bản năng này được gọi là bằng chứng xã hội, và nó thường khá hữu ích trong nhiều trường hợp.

Bằng chứng xã hội cũng vô tình trở thành "nàng thơ" của giới đầu tư. Nó thu hút bạn bằng sự thoải mái khi trở thành một phần trong đám đông và sau đó giết chết cơ hội làm tốt hơn của bạn bởi, theo định nghĩa, việc trở thành một phần trong bầy đàn có nghĩa là tầm nhìn đầu tư của bạn sẽ thiếu đi sự khác biệt. Thật khó để cả số đông cùng làm tốt hơn mức trung bình.

Đầu tư thành công đòi hỏi bạn cần phải tư duy theo cách riêng của mình và tập luyện để làm cho mình thấy thoải mái khi đi ngược lại đám đông. Bạn có thể nói rằng thành quả tốt chủ yếu nhờ biết cân bằng đúng mực giữa tính ngạo mạn và khiêm nhường – hãy đủ ngạo

mạn để nghĩ rằng bạn có hiểu biết vượt trội so với trí tuệ tập thể của thị trường, đủ khiêm nhường để biết các giới hạn trong khả năng của mình và hãy sẵn sàng đổi hướng khi nhận thấy sai sót.

Bạn sẽ phải đánh giá các sự kiện và hoàn cảnh, áp dụng logic và lập luận để xây dựng giải thuyết, rồi sau đó hành động khi những sự kiện đó xuất hiện, cho dù đám đông có đồng ý hay bất đồng với các kết luận của bạn. Việc đầu tư thành công đi ngược lại những hạt giống của bằng chứng xã hội và những bản năng đã được lập trình trong di truyền vào bản chất của con người chúng ta. Đó cũng là một lý do khiến việc này trở nên khó khăn như vậy.

Howard Marks[(65)], một người cùng thời với Buffett và cũng có sở thích văn chương, đã thách thức độc giả của mình "có dám trở nên vĩ đại" để dám trở thành các nhà đầu tư giỏi hơn. Ông nói với độc giả của mình rằng, "câu hỏi thực sự là liệu bạn có dám làm những điều cần thiết để trở nên vĩ đại không. Bạn có sẵn sàng trở nên khác biệt, và bạn có sẵn sàng mắc sai lầm không? Để có cơ hội thành công lớn, bạn phải sẵn sàng làm hai điều này." Trong suốt sự nghiệp của mình, Buffett đã tìm thấy thành công bằng việc dám trở nên khác biệt nhưng hầu như không mắc sai lầm.

Các bức thư giúp chúng ta hiểu về hai ý tưởng chủ chốt đằng sau phương pháp độc lập của ông. Thứ nhất, tính thận trọng[(66)] trong đầu tư chỉ dựa trên các sự kiện đúng đắn và lập luận có cơ sở – dù có thể là thông thường, nhưng nó thường không chính thống. Bạn phải thấy khoản đầu tư của mình hợp lý; sở thích của đám đông không nên ảnh hướng tới quyết định của bạn. Trong thực tế, người cuối cùng "tham gia vào đám đông" thường là người phải trả giá cao nhất. Quyết định mua khôn ngoan nhất được thực hiện vào đúng thời điểm trái ngược, khi tư duy của bạn đặt bạn đi ngược lại trí tuệ thông thường hay các xu hướng chung chung.

Thứ hai, một danh mục đầu tư tập trung thực tế có thể thận trong hơn một danh mục đa dạng hóa khi đáp ứng các điều kiện đúng đắn. Lối tư duy thông thường trong sách vở thường mâu thuẫn với ý tưởng này; nó bị kéo xa khỏi kết luận "ít hơn là tốt hơn" bởi những phép toán trông có vẻ thanh lịch nhưng lại sai lầm bởi dựa trên một tiền đề lỗi là hệ số beta[(67)] của một cổ phiếu (đo lường mức độ dao động của cổ phiếu) là thước đo phù hợp cho độ rủi ro của nó (nguy cơ

thua lỗ vĩnh viễn). Sau đó, mối liên hệ "lỗi" này được ngoại suy để kết luận rằng một danh mục đầu tư có hệ tố beta thấp hơn là ít rủi ro hơn. Bởi về mặt toán học, việc bổ sung một chứng khoán làm giảm hệ số beta tổng thể của một danh mục đầu tư, nên đa dạng hóa càng cao được coi là càng làm giảm rủi ro tổng thể. Nếu A=B và B=C thì A=C, đúng chứ? Ý tưởng beta=rủi ro đã gây ra (và sẽ còn tiếp tục gây ra) rất nhiều tư duy đầu tư mơ hồ. Munger[(68)] và Buffett sẽ bảo bạn rằng đó là một sai lầm phổ biến bởi toán học quá thanh lịch. Những người sử dụng các công cụ kỹ thuật và tính toán thường dễ đưa ra các kết luận sai lầm dẫn đến việc đặt thêm vài con số vào bên phải của một dấu thập phân; độ chính xác như vậy dẫn tới một cảm giác sai lầm về tính an toàn. Nói theo cách của Keynes[(69)] là: Xấp xỉ đúng vẫn còn hơn sai hoàn toàn.

Buffett luôn tập trung cao độ và cảm thấy các hành động của mình có tính thận trọng cao. Tại sao phải mua lựa chọn tốt thứ 10 của bạn (chưa kể tới lựa chọn tốt thứ 100) trong khi bạn vẫn có thể mua thêm lựa chọn bạn yêu thích nhất ở mức giá hấp dẫn? Có rất nhiều điều đáng học từ Buffett về cách quản lý rủi ro và các chi phí cơ hội của khoản đầu tư cận biên trong bình luận của ông về ý nghĩa đích thực của tính thận trọng.

Hãy tự mình suy nghĩ

Đối với Buffett, nếu một điều hợp lý thì nó có tính thận trọng. Chấm hết. Đôi lúc, phương pháp này cuối cùng trở thành thông thường, đôi lúc nó lại không. Như ông nói, "qua diễn biến của nhiều đợt giao dịch, mọi người sẽ đúng nếu giả thuyết của mọi người chính xác, sự kiện của mọi người chính xác, và lập luận của mọi người chính xác. Tính thận trọng đích thực chỉ có thể đạt được nhờ hiểu biết và lập luận." Trong đầu tư, "bầy đàn" thường sai. Thời điểm tốt nhất để mua chứng khoán là khi đám đông đang sợ hãi nhất. Khi ngay tới các người tài xế taxi còn nói chuyện về danh mục đầu tư chứng khoán, thì sẽ khôn ngoan hơn khi thận trọng.

Có một câu nói xưa trên Phố Wall là, "Một ý tưởng hay lúc đầu thường trở thành một ý tưởng tồi cuối cùng." Buffett không thấy thoải mái khi quá nhiều người đồng ý với ông; ông không quan tâm những người có ảnh hưởng và quyền lực nghĩ gì. Ông nhận ra rằng

theo quan điểm thông thường, một thứ vượt qua được bài kiểm tra tính thận trọng khi nhiều người cùng đồng thuận với nhau, bao gồm cả các "chuyên gia." Ông luôn nhấn mạnh việc quan điềm của mình về điều khiến một thứ có tính thận trọng khác biệt với những quan điểm thông thường như thế nào.

Những bài học từ Công ty Hợp danh dạy các nhà đầu tư rằng chỉ có một nhóm các trường hợp mà trong đó bạn hay bất kỳ ai khác nên ra quyết định đầu tư – đó là khi các sự kiện quan trọng trong trường hợp đó được hiểu đầy đủ và khi các bước hành động rõ như ban ngày. Nếu không, hãy bỏ qua chúng đi. Chẳng hạn, tại Sanborn, khi Buffett nhận ra rằng ông gần như chắc chắn kiếm được tiền từ cổ phiếu này nếu ông mua danh mục chứng khoán của nó ở mức giá 70 xu cho 1 đô la còn mảng kinh doanh bản đồ là miễn phí, ông đã đầu tư rất nhiều. Khi ông nhận thấy Dempster đang bán thấp hơn giá trị chỉ tính riêng hàng tồn kho dư thừa của nó, ông đã đầu tư ngay. Trong mỗi trường hợp, khi ông hoàn toàn ở trong vòng tròn năng lực của mình và hiểu được các yếu tố chi phối kết quả, ông hành động ngay: "Khi chúng ta thực sự ngồi lại với một nụ cười trên môi là lúc chúng ta bước vào một tình huống mình có thể hiểu được, tại đó các sự kiện có thể biết chắc chắn và rõ ràng, và các bước hành động là hiển nhiên. Trong tình huống đó – dù thông thường hay thận trọng – dù người khác đồng ý hay bất đồng – chúng ta cảm thấy rằng – chúng ta đang bước đi một cách thận trọng."

Quyết định đầu tư

Như Buffett nói với các thành viên góp vốn, tất nhiên sẽ là lý tưởng nếu ông có thể tìm được 50 cơ hội khác nhau với xác suất tương đương nhau mà có thể thu được lãi cao hơn 15% so với chỉ số Dow. Bằng cách đó, dù vài cơ hội có thất bại thì kết quả vẫn thật kinh ngạc. Nhưng như ông nói, "Mọi chuyện đâu dễ dàng như vậy... chúng ta phải làm việc rất cực nhọc mà cũng chỉ để tìm được vài cơ hội đầu tư hấp dẫn mà thôi."

Lợi ích của việc đa dạng hóa chỉ xuất hiện sau khi danh mục đầu tư có 6 đến 8 doanh nghiệp (cổ phiếu) đầu tiên không tương quan nhau. Ở đây, chúng ta đang nói tới việc đa dạng hóa các yếu tố chi phối lợi nhuận của từng công ty, chứ không phải hiệp phương sai[70]

của các mức giá cổ phiếu của chúng hay bất kỳ thứ gì mang tính kỹ thuật như vậy. Bạn có thể trung hòa nhiều rủi ro ngoài ý muốn chỉ với vài ý tưởng. Chẳng hạn, nếu bạn sở hữu cổ phiếu của Exxon Mobil (công ty dầu khí tổng hợp) và Sherwin-Williams (công ty sơn kiến trúc), bạn sẽ chẳng cần quan tâm tới chiều biến động của giá dầu. Giá cả tăng nhìn chung tốt cho lợi nhuận của Exxon nhưng lại bất lợi cho lợi nhuận của Sherwin bởi dầu và các sản phẩm từ dầu chiếm phần lớn doanh thu của Exxon nhưng cũng là phần lớn chi phí sản xuất của Sherwin. Nếu bạn có thể tìm được 6-8 ý tưởng khác nhau, bạn có thể trung hòa rất nhiều những tác động ngoài ý muốn này.

Tuy nhiên, sau nhóm đầu tiên này, tác dụng làm giảm rủi ro của việc bổ sung thêm cổ phiếu sẽ ngày càng giảm dần. Các lợi ích nhanh chóng bị lấn át bởi việc giảm lợi nhuận kỳ vọng của danh mục đầu tư. Thực tế là các ý tưởng hay – các cơ hội đầu tư tiềm năng với rủi ro thấp, lợi nhuận cao – không thường xuất hiện cho lắm. Thông thường, lợi nhuận kỳ vọng từ ý tưởng tốt thứ 7 sẽ thấp hơn nhiều ý tưởng tốt nhất của bạn.

Buffett ngày càng bị thuyết phục về lợi ích của việc tiến hành đầu tư khi các điều kiện chín muồi. Vào năm 1965, ông đã sửa đổi Quy tắc cơ bản để thêm một điều khoản cho phép tới 40% giá trị tài sản ròng của BPL được đặt vào một chứng khoán duy nhất dưới điều kiện "có xác suất rất cao là các sự kiện và lập luận của chúng ta chính xác với xác suất cực thấp rằng bất kỳ điều gì có thể làm thay đổi trầm trọng giá trị cơ bản của khoản đầu tư." Nói cách khác, khi các sự kiện có thể biết chắc chắn và rõ ràng, cũng như các bước hành động là hiển nhiên, đồng thời rủi ro thua lỗ ở mức tối thiểu, bạn nên đầu tư ngay.

Ông đã đưa lời khuyên sau đây cho một nhóm sinh viên vào cuối những năm 1990:

Nếu có thể xác định được 6 doanh nghiệp tốt nhất, thì đó là tất cả sự đa dạng các bạn cần. Các bạn sẽ kiếm được rất nhiều tiền. Và tôi có thể đảm bảo rằng việc tìm thêm một doanh nghiệp thứ 7 thay vì đầu tư nhiều hơn vào doanh nghiệp đầu tiên sẽ là một sai lầm khủng khiếp. Chẳng mấy ai giàu có nhờ ý tưởng tốt thứ 7 của mình cả. Nhưng rất nhiều người đã trở nên giàu có nhờ ý tưởng hay nhất của họ. Vậy tôi có thể nói với bất kỳ ai làm việc với số vốn thông thường mà thực sự hiểu các doanh nghiệp họ đang đầu tư vào rằng, sáu là nhiều rồi, và tôi [sẽ] có thể đầu tư nửa [số vốn đó] vào doanh

nghiệp nào tôi thích nhất.

Hiện vẫn còn rất nhiều nhà quản lý đầu tư chủ động điều hành các danh mục đầu tư với hơn 100 loại cổ phiếu như trong thời kỳ của Công ty Hợp danh. Buffett đã mỉa mai nhóm này trong những bức thư của mình:

Bất kỳ ai sở hữu số lượng chứng khoán như vậy sau khi chắc hẳn đã nghiên cứu các tiêu chuẩn đầu tư của mình (và tôi không quan tâm chức danh của họ uy tín ra sao), đang theo đuổi cái mà tôi gọi là phong cách đầu tư Tàu Noah – "nồi lẩu thập cẩm". Những nhà đầu tư đó nên thí điểm "con tàu" trước đã. Trong khi Tàu Noah vận hành theo các nguyên tắc sinh học nhất định đã được thử nghiệm qua thời gian thì các nhà đầu tư lại lạc lối qua các nguyên tắc toán học. (Tôi chỉ biết nhiều về hình học phẳng thôi, nhưng có một ngoại lệ là tôi đã cẩn thận sàng lọc các nhà toán học ra khỏi Công ty Hợp danh của chúng ta rồi.)

Thử nghiệm tính thận trọng

Buffett nhanh chóng nhận ra rằng các ý tưởng của ông rất chủ quan và đưa ra một phương pháp định lượng để tiếp cận vấn đề: "một cách hợp lý để đánh giá tính thận trọng của các chính sách trước đây là nghiên cứu thành tích tại các thị trường đi xuống." Sau đó ông đưa ra dẫn chứng của mình, cho thấy BPL đã luôn làm tốt thế nào trong những năm thị trường đi xuống. Đây vẫn là một cách hiệu quả để thử nghiệm tính thận trọng trong quá khứ của bất kỳ nhà đầu tư nào.

Từ lúc BPL thành lập cho tới năm 1965, chỉ số Dow Jones đã có ba năm đi xuống. Tính tổng ba năm đó thì thành tích của Công ty Hợp danh là +45%, trong khi chỉ số Dow là -20% còn các nhà quản lý đầu tư khác mà Buffett thường so sánh kết quả của mình với họ đi xuống trong khoảng -9% tới -24% trên cơ sở tương đương.

Mặc dù ông thừa nhận rằng việc so sánh không "quan trọng cho lắm," ông nói rằng "việc đánh giá tính thận trọng của bất kỳ chương trình hay bất kỳ nhà quản lý (bao gồm cả tự quản lý) đầu tư nào cũng cần dựa trên các tiêu chuẩn khách quan hợp lý và tôi nghĩ thành tích

tại các thị trường đi xuống ít nhất cũng là một phép thử có ý nghĩa.”

Đáng chú ý là Buffett chưa từng có năm nào đi xuống trong suốt thời kỳ của Công ty Hợp danh. Stanley Druckenmiller, người từng kiếm được hàng tỷ đô la với George Soros, chưa từng có năm nào đi xuống tại quỹ phòng hộ của mình, Duquesne, nơi ông quản lý các khoản đầu tư trong suốt 20 năm. Joel Greenblatt, một nhà đầu tư nổi tiếng đã giúp Gotham đạt lợi nhuận trung bình 50% mỗi năm, chưa từng có năm nào đi xuống trong suốt 10 năm từ năm 1985 tới 1994. Khả năng đạt thành tích tốt tại các thị trường đi xuống đều là tiêu chuẩn vàng của ba nhà đầu tư vĩ đại này.

Ý tưởng đầu tư tốt nhất xác định lựa chọn tiếp theo của bạn

Khi cân nhắc giá trị của việc thêm một ý tưởng mới vào các khoản đầu tư hiện có của bạn, hãy so sánh nó với khoản đầu tư hiệu quả nhất bạn có. Hiểu rõ các ý tưởng đầu tư của bạn trong cơ cấu này sẽ giúp bạn tránh được việc sở hữu quá nhiều cổ phiếu và pha loãng lợi nhuận kỳ vọng của mình.

Nếu bạn chưa từng nghe tới khái niệm “chi phí vốn chủ sở hữu[(71)]” hay “mô hình định giá tài sản vốn[(72)],” bạn gặp may đấy. Chúng là những công cụ khá phức tạp được đám đông đầu tư theo hướng toán học tạo ra để trả lời cho các câu hỏi khá đơn giản: Với các lựa chọn đầu tư có sẵn tại một thời điểm, lợi suất kỳ vọng tối thiểu cần thiết từ một ý tưởng đầu tư để khiến nó đáng được thêm vào danh mục của bạn là bao nhiêu? Những ai đưa ra được con số nào bằng máy tính hay bảng tính lại một lần nữa sai lầm khi trộn lẫn hệ số beta và rủi ro đồng thời thường tạo ra các công cụ có vẻ thanh lịch về mặt toán học nhưng chẳng mấy hữu ích. Hãy quên thứ đó đi. Khi một ý tưởng đầu tư mới xuất hiện, chỉ mua khi nó hấp dẫn hơn những thứ bạn đã sở hữu rồi.

Tính thận trọng “đích thực” theo kiểu của Buffett hoàn toàn trái ngược với định nghĩa thông thường. Về bản chất, tính thận trọng theo kiểu của ông dựa trên sức mạnh của việc tự mình suy nghĩ và áp dụng lập luận có cơ sở. Các sự kiện quyết định tính thận trọng của

một hành động, chứ không phải số đông. Điều này cho phép ông đi ngược lại đám đông và tập trung nhiều vào các ý tưởng đầu tư tốt nhất của mình.

Thư gửi thành viên góp vốn: Thận trọng so với thông thường

NGÀY 24 THÁNG 1 NĂM 1962

Câu hỏi về tính thận trọng

Mô tả các lĩnh vực hoạt động của chúng ta có thể cung cấp manh mối về câu hỏi: danh mục của chúng ta được đầu tư thận trọng đến mức nào. Vài năm trở lại, nhiều người nghĩ rằng họ sẽ hoạt động theo cách thận trọng nhất bằng việc mua các trái phiếu chính phủ hay đô thị trung hay dài hạn. Trong nhiều trường hợp, chính sách này đã gây ra các mức giảm giá thị trường đáng kể, và phần lớn chắc chắn đã không thể duy trì hay tăng sức mua thực sự.

Do đã nhận thức được, thậm chí là biết quá rõ, về lạm phát, nhiều người giờ cảm thấy rằng họ nên hành xử một cách thận trọng bằng việc mua các cổ phiếu blue-chip dù bất kể hệ số giá trên thu nhập một cổ phần (P/E), tỷ lệ cổ tức, v.v. như thế nào. Nếu không kể tới lợi ích của sự nhận thức muộn như trong ví dụ về trái phiếu, tôi cảm thấy rằng bước hành động này đầy nguy hiểm. Tôi nghĩ chẳng có gì thận trọng trong việc đầu cơ với mức số nhân mà đám đông tham lam và thất thường kia sẽ đặt lên lợi nhuận.

Mọi người sẽ không thể đúng đơn giản chỉ bởi rất nhiều người cùng lúc đồng ý với mọi người. Mọi người sẽ không thể đúng đơn giản chỉ bởi những người quan trọng đồng ý với mọi người. Trong nhiều quý, việc xuất hiện đồng thời của hai yếu tố trên là đủ để khiến bước hành động vượt qua được bài kiểm tra về tính thận trọng của nó. Qua diễn biến của nhiều đợt giao dịch, mọi người sẽ đúng nếu giả thuyết của mọi người chính xác, sự kiện của mọi người chính xác, và

lập luận của mọi người chính xác. Tính thận trọng đích thực chỉ có thể đạt được nhờ hiểu biết và lập luận.

Tôi muốn nói thêm rằng việc danh mục đầu tư của chúng ta không thông thường sẽ không bao giờ chứng minh rằng chúng ta thận trọng hơn hay ít thận trọng hơn các phương pháp đầu tư tiêu chuẩn cả. Điều này chỉ có thể được quyết định bằng cách kiểm tra phương pháp hay các kết quả.

Tôi cảm thấy phép thử khách quan nhất về mức độ thận trọng trong cách đầu tư của chúng ta đến từ việc đánh giá thành tích tại các thị trường đi xuống. Tốt nhất các thị trường đó nên có một mức giảm tương đối trong chỉ số Dow. Thành tích của chúng ta trong thời kỳ sụt giảm khá nhẹ giữa các năm 1957 và 1960 sẽ xác nhận giả thuyết của tôi rằng chúng ta đầu tư theo một cách cực kỳ thận trọng. Tôi hoan nghênh bất kỳ thành viên góp vốn nào đề xuất các phép thử khách quan về tính thận trọng để xem chúng ta so sánh thế nào. Chúng ta chưa từng có một mức lỗ thực hiện nào nhiều hơn 0,5% trong 1% tổng tài sản ròng cả, và hệ số lãi thực hiện trên lỗ thực hiện là 100 trên 1. Tất nhiên, điều này phản ánh rằng ở mức cân bằng chúng ta đang hoạt động ở một thị trường đi lên. Tuy nhiên, vẫn có nhiều nguy cơ xuất hiện các giao dịch thua lỗ thậm chí trong những thị trường như vậy (mọi người có thể tự tìm ra một vài giao dịch như vậy), nên tôi nghĩ rằng những thực tế trên cũng có chút ý nghĩa.

NGÀY 18 THÁNG 1 NĂM 1965

Câu hỏi về tính thận trọng

Khi nhìn vào... thành tích đầu tư của công ty, sẽ có câu hỏi là: “Vâng, nhưng không phải các công ty đó hoạt động theo cách thận trọng hơn Công ty Hợp danh à?” Nếu mọi người hỏi ban quản trị của các công ty đầu tư đó câu hỏi như vậy, thì họ sẽ thành thật nói rằng họ thận trọng hơn. Nếu mọi người hỏi một trăm nhà phân tích chứng khoán đầu tiên mọi người gặp, tôi chắc rằng phần lớn họ cũng sẽ trả lời tốt cho các công ty đầu tư này. Tôi sẽ không đồng ý. Tôi có hơn 90% giá trị tài sản ròng của tôi ở BPL, và phần lớn gia đình tôi đều có cổ phần ở đây, nhưng tất nhiên, điều đó chỉ chứng minh được sự chân thành trong quan điểm của tôi – chứ không phải tính đúng đắn

của nó.

Sự thật chẳng thể chối cãi là các công ty đầu tư này đầu tư tiền theo cách thông thường hơn hẳn chúng ta. Nhiều người không thể phân biệt được tính thông thường và tính thận trọng. Tôi nghĩ điều này thể hiện lối tư duy sai lầm. Về bản chất, phương pháp thông thường hay không thông thường đều không thận trọng.

Các hành động thận trọng theo cách đích thực chỉ xuất phát từ các giải thuyết thông minh, các sự kiện chính xác và lập luận có căn cứ. Các tính chất này có thể dẫn tới các hành động thông thường, nhưng đã có nhiều lần chúng dẫn tới sự không chính thống. Ở ngóc ngách nào đó trên thế giới, họ có thể vẫn đang tổ chức cuộc họp thường kỳ của Hội Trái đất Phẳng.

Chúng ta sẽ không thấy thoải mái khi những người quan trọng, những người có tiếng nói, hay rất nhiều người đồng ý với chúng ta. Chúng ta cũng không thoải mái khi họ không đồng tình. Việc thăm dò dư luận không thể thay thế tư duy. Khi chúng ta thực sự ngồi lại với một nụ cười trên môi là lúc chúng ta bước vào một tình huống mình có thể hiểu được, tại đó các sự kiện có thể biết chắc chắn và rõ ràng, và các bước hành động là hiển nhiên. Trong tình huống đó – dù thông thường hay thận trọng – dù người khác đồng ý hay bất đồng – chúng ta cảm thấy rằng – chúng ta đang bước đi một cách thận trọng.

Phương pháp trên có vẻ rất chủ quan. Và nó đúng là vậy. Mọi người chắc sẽ thích một cách tiếp cận khách quan hơn cho câu hỏi này. Tôi cũng vậy. Tôi nghĩ một cách hợp lý để đánh giá tính thận trọng của các chính sách trước đây là nghiên cứu thành tích tại các thị trường đi xuống. Chúng ta chỉ có 3 năm thị trường đi xuống trong bảng của chúng ta và không may là (chỉ đối với mục đích của phép thử này) chúng đều là mức giảm vừa phải. Trong cả ba năm này, chúng ta đều đạt được lợi nhuận đầu tư tốt hơn đáng kể so với bất kỳ danh mục đầu tư nào thông thường hơn.

Cụ thể, nếu ba năm đó xảy ra theo trình tự, lợi nhuận tích lũy như sau:

Công ty Tri-Continental	-9,7%
Chỉ số Dow	-20,6%
Quỹ Massachusetts Investors Trust	-20,9%
Công ty Lehman	-22,3%
Quỹ Investors Stock Fund	-24,6%
Thành viên góp vốn	45,0%

Chúng ta không nghĩ so sánh này là quan trọng, nhưng chúng ta nghĩ nó cũng thích đáng phần nào. Chúng ta chắc chắn nó có ý nghĩa hơn nhiều việc nói rằng "Chúng ta sở hữu chứng khoán (không tính tới giá) của A.T.&T., General Electric, IBM và General Motors nên chúng ta đang đầu tư thận trọng." Trong mọi trường hợp, việc đánh giá tính thận trọng của bất kỳ chương trình hay bất kỳ nhà quản lý (bao gồm cả tự quản lý) đầu tư nào cũng cần dựa trên các tiêu chuẩn khách quan hợp lý và tôi nghĩ thành tích tại các thị trường đi xuống ít nhất cũng là một phép thử có ý nghĩa.

NGÀY 20 THÁNG 1 NĂM 1966

Đa dạng hóa

Năm ngoái, khi bình luận về sự bất lực của đại đa số các nhà quản lý đầu tư trong việc đạt thành tích tốt hơn so với thành tích có thể đạt được chỉ nhờ may mắn, tôi đã đổ lỗi điều này cho: "(1) các quyết định theo nhóm – ý kiến có vẻ hơi hằn học của tôi là việc quản lý đầu tư hiện tại gần như không thể tới từ một nhóm, dù ở quy mô nào đi nữa, mà tất cả các bên đều tham gia vào việc ra quyết định; (2) mong muốn tuân thủ các chính sách và (tới một mức độ nào đó) các danh mục đầu tư của những tổ chức được coi là lớn khác; (3) một cơ cấu tổ chức mà ở đó trung bình là "an toàn" và các phần thưởng cho hành động độc lập không tương xứng với rủi ro gắn liền với hành động đó; (4) việc tuân thủ các hoạt động đa dạng hóa bất hợp lý nhất định; và cuối cùng cũng rất quan trọng, (5) quán tính."

Năm nay trong văn bản đưa ra vào tháng 11, tôi đã kêu gọi mọi người chú ý tới một Quy tắc cơ bản mới, "7. Chúng ta đa dạng hóa ít

hơn nhiều so với hầu hết các hoạt động đầu tư khác. Chúng ta có thể đầu tư tới 40% giá trị tài sản ròng của chúng ta vào một chứng khoán duy nhất dưới các điều kiện có xác suất rất cao là các sự kiện và lập luận của chúng ta chính xác với xác suất cực thấp rằng bất kỳ điều gì có thể làm thay đổi trầm trọng giá trị cơ bản của khoản đầu tư."

Rõ ràng chúng ta thực hiện một chính sách về đa dạng hóa khác xa chính sách thực tế của toàn bộ các hoạt động đầu tư đại chúng. Thành thật mà nói, chẳng điều gì tôi thích hơn việc có 50 cơ hội đầu tư khác nhau, tất cả chúng đều có kỳ vọng theo toán học (thuật ngữ này phản ánh phạm vi dao động của toàn bộ thành tích đầu tư tương đối có thể xảy ra, bao gồm cả lỗ, được điều chỉnh theo xác suất của từng thành tích (xin đừng ngáp ngắn ngáp dài)) cao hơn chỉ số Dow, chẳng hạn, 15 điểm phần trăm mỗi năm. Nếu 50 kỳ vọng đầu tư này không tương quan với nhau (diễn biến của một kỳ vọng gắn liền với diễn biến của kỳ vọng kia), tôi sẽ đặt 2% số vốn của chúng ta vào mỗi kỳ vọng và chắc chắn rằng thành tích tổng thể sẽ gần bằng lợi thế 15 điểm phần trăm đó.

Mọi chuyện đâu dễ dàng như vậy.

Chúng ta phải làm việc rất cực nhọc mà cũng chỉ để tìm được vài cơ hội đầu tư hấp dẫn mà thôi. Một cơ hội như vậy, theo định nghĩa, là khi kỳ vọng của tôi (như nói trên) về thành tích phải cao hơn ít nhất 10 điểm phần trăm mỗi năm so với chỉ số Dow. Trong một vài cơ hội chúng ta tìm được đó, kỳ vọng của chúng lại khác xa nhau. Câu hỏi luôn là, "Tôi sẽ đầu tư bao nhiêu vào cơ hội thứ nhất (xếp hạng theo kỳ vọng thành tích tương đối) và bao nhiêu vào cơ hội thứ tám?" Điều này phụ thuộc nhiều vào độ rộng của khoảng chênh lệch giữa kỳ vọng toán học của cơ hội thứ nhất và cơ hội thứ tám. Nó cũng phụ thuộc vào xác suất mà cơ hội thứ nhất đạt thành tích tương đối kém cỏi. Hai chứng khoán có thể có kỳ vọng toán học tương đương, nhưng một chứng khoán có thể có 0,05 cơ hội đạt thành tích tốt hơn hay tệ hơn 15 điểm phần trăm so với chỉ số Dow, còn chứng khoán kia có thể chỉ có 0,01 cơ hội đạt thành tích như vậy. Khoảng kỳ vọng rộng hơn trong trường hợp thứ nhất làm giảm mong muốn tập trung đầu tư nhiều vào nó.

Điều trên có thể làm cho toàn bộ hoạt động nghe có vẻ rất chính xác. Nhưng không phải vậy. Tuy nhiên, hoạt động kinh doanh của chúng ta là phải tìm hiểu rõ các sự kiện và sau đó áp dụng kinh

nghiệm cũng như lập luận vào các sự kiện đó để đạt được kỳ vọng. Dù các nỗ lực của chúng ta có thể thiếu chính xác và bị chi phối bởi cảm xúc, nhưng đó chính là bản chất của hoạt động kinh doanh này. Thành tích của nhiều năm ra quyết định đầu tư vào chứng khoán sẽ chứng minh các anh đang làm tốt như thế nào trong việc thực hiện các tính toán đó – dù các anh có nhận thức được rằng mình đang thực hiện các tính toán đó hay không. Tôi tin rằng một nhà đầu tư sẽ đạt được lợi thế khác biệt nếu anh ta nhận thức được con đường mà quá trình tư duy của mình đang đi theo.

Có một điều tôi có thể đảm bảo với mọi người. Nếu thành tích đầu tư tốt của quỹ là mục tiêu nhỏ, thì bất kỳ danh mục đầu tư nào bao gồm 100 chứng khoán (dù nhà quản lý đầu tư đang giữ 100 ngàn hay 1 triệu đô la) cũng đang không vận hành một cách hợp lý. Việc bổ sung chứng khoán thứ 100 đó đơn giản là không thể làm giảm sự khác biệt tiềm tàng trong thành tích của danh mục đủ để bù lại tác động tiêu cực của nó lên kỳ vọng của danh mục.

Bất kỳ ai sở hữu số lượng chứng khoán như vậy sau khi chắc hẳn đã nghiên cứu các tiêu chuẩn đầu tư của mình (và tôi không quan tâm chức danh của họ uy tín ra sao), đang theo đuổi cái mà tôi gọi là phong cách đầu tư Tàu Noah – "nồi lẩu thập cẩm". Những nhà đầu tư đó nên thí điểm "con tàu" trước đã. Trong khi Tàu Noah vận hành theo các nguyên tắc sinh học nhất định đã được thử nghiệm qua thời gian thì các nhà đầu tư lại lạc lối qua các nguyên tắc toán học. (Tôi chỉ biết nhiều về hình học phẳng thôi, nhưng có một ngoại lệ là tôi đã cẩn thận sàng lọc các nhà toán học ra khỏi Công ty Hợp danh của chúng ta rồi.)

Tất nhiên, việc ai đó hành xử vô lý khi sở hữu cả một trăm chứng khoán không chứng minh được tình huống của chúng ta. Mặc dù họ có thể sai khi đa dạng hóa quá mức, nhưng chúng ta cũng phải lập luận chắc chắn thông qua một chính sách đa dạng hóa phù hợp về các mục tiêu của chúng ta.

Danh mục đầu tư tối ưu phụ thuộc vào các kỳ vọng khác nhau của những lựa chọn hiện có và mức khác biệt trong thành tích mà có thể chấp nhận được. Số lựa chọn càng lớn, thì biến động trung bình qua các năm trong lợi nhuận thực tế so với kỳ vọng càng giảm. Hơn nữa, lợi nhuận kỳ vọng sẽ càng thấp hơn, với giả định các lựa chọn khác nhau có các kỳ vọng thành tích khác nhau.

Tôi sẵn sàng từ bỏ một chút bằng việc san bằng lợi nhuận qua các năm (hãy nhớ rằng khi tôi nói tới "lợi nhuận," tôi đang nói về thành tích tương đối so với chỉ số Dow) để đạt thành tích tổng thể trong dài hạn tốt hơn.

Đơn giản mà nói, điều này có nghĩa là tôi sẵn sàng tập trung nhiều vào những thứ tôi tin là cơ hội đầu tư tốt nhất dù nhận thức rõ rằng điều này thỉnh thoảng có thể gây ra một năm "cay đắng" – thậm chí còn cay đắng hơn cả nếu tối đa dạng hóa nhiều hơn. Trong khi điều này có nghĩa thành tích của chúng ta sẽ biến động nhiều hơn, tôi nghĩ nó cũng có nghĩa là thành tích vượt trội của chúng ta trong dài hạn cũng sẽ cao hơn.

Mọi người đã thấy một số ví dụ về điều này. Biên lợi nhuận của chúng ta so với chỉ số Dow nằm trong khoảng từ 2,4 điểm phần trăm vào năm 1958 tới 33,0 điểm vào năm 1965. Nếu các anh đối chiếu lại mức này với các chênh lệch trong các quỹ [đầu tư khác]... các anh sẽ thấy thay đổi của chúng ta có biên độ rộng hơn nhiều. Tôi có thể điều hành theo cách có thể giảm biên độ của chúng ta, nhưng tôi cũng sẽ làm giảm thành tích tổng thể của chúng ta mặc dù nó vẫn cao hơn nhiều thành tích của các công ty đầu tư khác. Khi nhìn lại, và tiếp tục suy nghĩ kỹ vấn đề này, tôi cảm thấy rằng tôi đáng ra nên đầu tư tập trung hơn một chút. Vậy đây là Quy tắc cơ bản mới và vài lời giải thích hơi dài dòng.

Một lần nữa, cho phép tôi nói rằng đây là một lập luận hơi khác thường (không có nghĩa nó đúng hay sai – mà có nghĩa là mọi người phải tự mình tư duy về nó), và mọi người có thể có một quan điểm khác – nếu vậy, thì Công ty Hợp danh này không phải chỗ cho mọi người rồi. Rõ ràng, chúng ta chỉ định đạt tới 40% trong các tình huống rất hiếm hoi – tất nhiên, tính hiếm hoi khiến chúng ta cần đầu tư tập trung hơn, khi thấy những cơ hội như vậy.

Chúng ta có thể chỉ có 5 hay 6 tình huống trong suốt 9 năm qua của Công ty Hợp danh nhưng chúng giúp chúng ta đạt hơn 25% lợi nhuận. Bất kỳ tình huống nào như vậy sẽ phải hứa hẹn một thành tích tốt hơn nhiều chỉ số Dow so với bất kỳ cơ hội đầu tư nào hiện có tại thời điểm đó. Chúng cũng sẽ phải hội tụ các yếu tố định tính và/hay định lượng vượt trội sao cho rủi ro thua lỗ nghiêm trọng lâu dài ở mức tối thiểu. Khi lựa chọn mức giới hạn mà tôi sẽ chạm đến trong bất kỳ khoản đầu tư nào, tôi luôn cố gắng giảm tới mức nhỏ nhất xác

suất mà một khoản đầu tư (hay một nhóm, nếu có sự tương quan) có thể tạo ra lợi nhuận cho tổng thể danh mục đầu tư của chúng ta kém hơn chỉ số Dow 10 điểm phần trăm.

Chúng ta hiện có 2 tình huống thuộc nhóm có lợi nhuận lớn hơn 25% – một trong công ty chúng ta đang kiểm soát và một trong công ty lớn chúng ta chưa từng đầu tư bao giờ. Các anh cũng cần biết rằng thành tích của chúng ta trong năm 1965 dựa phần lớn vào năm tình huống đầu tư. Lợi nhuận trong năm 1965 (trong một số trường hợp, cũng là lợi nhuận áp dụng cho cùng loại chứng khoán được nắm giữ ở những năm trước) từ các tình huống này nằm trong khoảng từ 800.000 đô la tới 3,5 triệu đô la. Nếu mọi người lấy thành tích của năm khoản đầu tư Tổng quát nhỏ nhất của chúng ta vào năm 1965, lợi nhuận sẽ rất "mờ nhạt" (Tôi đã chọn tính từ thân thiện lắm rồi.)

Một điều thú vị là các tài liệu về quản lý đầu tư hầu như không nhắc tới việc tính toán sự đa dạng hóa tối ưu. Chúng có đưa ra lời khuyên về sự đa dạng hóa "thích đáng", nhưng những tài liệu "thích đáng" này gần như không giải thích cơ sở của những kết luận đó. Vì vậy, để tóm tắt về sự đa dạng hóa, chúng ta sẽ nhắc lại câu nói của viện sĩ nổi tiếng Billy Rose, "Nếu bạn có một hậu cung gồm 70 phi tần, bạn sẽ chẳng thể biết rõ được từng cô như thế nào."

NGÀY 25 THÁNG 1 NĂM 1967

Thành tích tương đối của chúng ta trong nhóm này [Cổ phiếu Tổng quát – Định giá tương đối thấp] là mức tốt nhất mà chúng ta từng có – nhờ vào một cổ phiếu, khoản đầu tư lớn nhất của chúng ta tính tới cuối năm 1965 và cả cuối năm 1966. Khoản đầu tư này của chúng ta đạt thành tích tốt hơn nhiều thị trường chung trong các năm (1964, 1965, 1966) mà chúng ta nắm giữ nó. Mặc dù thành tích của mỗi năm có thể khá thất thường, nhưng chúng ta nghĩ rằng xác suất để thành tích tương lai vượt trội trong thời kỳ 3-4 năm là rất cao. Tính hấp dẫn và mức chắc chắn tương đối của chứng khoán này là lý do tôi giới thiệu Quy tắc cơ bản thứ 7 vào tháng 11, năm 1965 để cho phép mỗi cổ phiếu có thể chiếm tới 40% giá trị tài sản ròng của chúng ta. Chúng ta dành nhiều nỗ lực đáng kể để tiếp tục đánh giá từng mặt của công ty và liên tục thử nghiệm giả thuyết của chúng ta rằng cổ phiếu này vượt trội các lựa chọn đầu tư khác. Những đánh giá và so

sánh liên tục như vậy ở các mức giá thay đổi là hoàn toàn cần thiết cho hoạt động đầu tư của chúng ta.

Sẽ dễ chịu hơn nhiều (và chỉ ra một tương lai thuận lợi hơn) khi báo cáo rằng lợi nhuận của chúng ta trong nhóm Cổ phiếu Tổng quát – Định giá tương đối thấp này đại diện cho 15 cổ phiếu trong 10 ngành, thực tế tất cả các cổ phiếu này đều đạt thành tích tốt hơn thị trường. Chỉ đơn giản là chúng ta không có nhiều ý tưởng đầu tư tốt như vậy. Như đề cập ở trên, các ý tưởng đầu tư mới liên tục được so sánh với các ý tưởng hiện tại và chúng ta sẽ không chuyển đổi nếu tác động đó làm giảm thành tích kỳ vọng. Chính sách này đã giới hạn hoạt động trong những năm gần đây khi chúng ta dựa phần nhiều vào thành tích tương đối của cổ phần lớn nhất của chúng ta. Điều đó có nghĩa là các lợi nhuận thực hiện chiếm phần nhỏ hơn nhiều trong thành tích tổng thể so với các năm trước đây khi dòng lợi nhuận từ các ý tưởng tốt dồi dào hơn.

Kiểu tập trung chúng ta đang có ở nhóm cổ phiếu này có thể tạo ra các biến động mạnh trong thành tích về ngắn hạn – một số biến động, chắc chắn, sẽ hơi khó ưa. Có một số biến động áp dụng cho các khoảng thời gian ngắn hơn tôi sử dụng khi báo cáo các thành viên góp vốn. Đây là lý do tôi nghĩ việc báo cáo thường xuyên thật là ngớ ngẩn và có thể làm sai lệch hoạt động kinh doanh định hướng dài hạn như chúng ta đang có.

Theo ý kiến cá nhân của tôi, trong phạm vi các giới hạn được thể hiện trong bức thư về đa dạng hóa năm ngoái, tôi sẵn sàng đánh đổi những "trái đắng" (quên những trái ngọt đi) của các biến động đáng kể trong ngắn hạn để lấy việc tối đa hóa thành tích đầu tư trong dài hạn. Tuy nhiên, tôi không sẵn sàng chịu rủi ro tổn thất vốn lâu dài ở mức đáng kể khi tìm kiếm thành tích đầu tư dài hạn tốt hơn. Nói rõ ra là – theo chính sách tập trung đầu tư của chúng ta, các thành viên góp vốn nên chuẩn bị sẵn tinh thần cho các thời kỳ thành tích đi xuống đáng kể (khả năng cao trong các thị trường tăng mạnh) để bù đắp cho các thành tích vượt trội đặc biệt như chúng ta từng có vào các năm 1965 và 1966, và đó là cái giá chúng ta trả để kỳ vọng thành tích tốt hơn trong dài hạn.

Toàn bộ nội dung về những nỗ lực bền bỉ này đã khiến một thành viên góp vốn thấy rằng "ngay cả 5 phút cũng là một khoảng thời gian quá dài nếu đầu bạn bị nhúng xuống nước." Tất nhiên đây là lý do tại

sao chúng ta rất ít khi sử dụng vốn vay trong khi hoạt động. Khoản vốn vay ngân hàng trung bình trong năm 1966 chỉ chiếm dưới 10% giá trị tài sản ròng trung bình.

Tóm lược

Buffett lưu ý rằng miễn là đạt được mức đa dạng hóa tối thiểu (6-8 cổ phiếu từ các doanh nghiệp khác nhau), thì biên độ thành tích qua các năm sẽ rộng hơn nhưng lợi nhuận tích lũy kỳ vọng sẽ cao hơn. Ông nói rằng, "Khi nhìn lại, và tiếp tục suy nghĩ kỹ vấn đề này, tôi cảm thấy rằng tôi đáng ra nên đầu tư tập trung hơn một chút."

Stan Druckenmiller[(73)], khi suy ngẫm về thành công khó tin của ông với tư cách một nhà đầu tư, đã nói rằng cách duy nhất để đạt lợi nhuận vượt trội là tập trung thật nhiều. Ông nghĩ "đa dạng hóa và tất cả những thứ họ đang dạy ở trường kinh doanh ngày nay có thể là khái niệm sai lầm nhất. Và nếu bạn nhìn vào các nhà đầu tư vĩ đại khác biệt như Warren Buffett, Carl Icahn, Ken Langone, họ thường 'đặt cược' rất tập trung. Họ phát hiện thứ gì đó, đặt cược vào đó, và tin rằng nó sẽ thành công... Sai lầm mà 98% các nhà quản lý đầu tư và các cá nhân mắc phải là họ cảm thấy mình phải 'chơi' ở thật nhiều thứ."

Quan điểm của Buffett về tính thận trọng so với tính thông thường bao gồm nhiều khái niệm định hướng cốt lõi rất quan trọng cho chiến lược đầu tư giá trị thành công: Hãy nghĩ một cách độc lập, bỏ qua đám đông và tin tưởng vào kết luận của chính mình. Cách tốt nhất là biết cân bằng giữa đủ kiêu ngạo để tách biệt khỏi đám đông và sự khiêm tốn cần thiết để biết giới hạn của mình. Khi tìm thấy những cơ hội "cất lời" với họ, họ đặt cược và đặt cược cực lớn.

Những kẻ đa dạng hóa quá mức nghĩ rằng họ đang giảm bớt rủi ro, nhưng lợi ích của đa dạng hóa cũng có giới hạn và chúng ta cần tự nhắc nhở bản thân rằng đầu tư không phải là một bài toán. Trong khi các công cụ toán học luôn sẵn có, chúng lại dựa trên các tiền đề lỗi và đưa ra các kết luận sai lầm.

Tương tự, tư duy mơ hồ về thuế cũng là một dạng lỗi kiểu này. Như chúng ta sẽ thấy trong chương tiếp theo, các nhà đầu tư thường làm mọi cách để tối thiểu hóa chi phí thuế của họ và cuối cùng có nguy cơ làm giảm lợi suất sau thuế của mình.

CHƯƠNG 11
THUẾ

"Tội lỗi đầu tư mà những người khá thông minh phạm phải có nguyên nhân xuất phát từ 'những cân nhắc về thuế' nhiều hơn bất kỳ yếu tố nào khác"

– NGÀY 18 THÁNG 1 NĂM 1965

Với hai lựa chọn đầu tư giống nhau, hiển nhiên lợi nhuận cao hơn sẽ tới từ lựa chọn được tính thuế suất thấp hơn. Một điều ít hiển nhiên hơn nhưng vẫn đúng là khi thuế suất bằng nhau, lợi nhuận cao hơn sẽ tới từ lựa chọn được tính thuế sau. Trong khi chi phí thuế được sinh ra tại thời điểm khoản đầu tư bắt đầu sinh lợi, nhưng nó sẽ chỉ được thanh toán sau khi khoản đầu tư được bán ra.

Chi phí thuế thu nhập hoãn lại[(74)] (DTL) từ lãi vốn chưa thực hiện nên được nghĩ là khoản nợ không tính lãi rất hấp dẫn từ phía chính phủ, với kỳ hạn cực kỳ ưu đãi mà chẳng ngân hàng nào từng đề nghị. Chúng không tính lãi và cũng chẳng có ngày thanh toán cụ thể. DLT cung cấp một hình thức nợ cho phép bạn kiểm soát nhiều tài sản hơn bạn có thể. Sau đây là cách khoản nợ hoãn lại này tạo ra giá trị:

Hãy xem xét hai cổ phiếu, mỗi cố phiếu được tính lãi kép hàng năm tại mức 15% trong 30 năm (chúng ta sẽ giả định lợi suất của mọi người là 35% để tiện cho tính toán). Nhà đầu tư nhảy qua nhảy lại giữa hai cổ phiếu này mỗi năm cũng sẽ bị tính thuế trên lãi vốn của họ từng năm; lợi suất 15% trước thuế sẽ chỉ còn 9,75% sau thuế: [15% x (1 –thuế suất) = 9,75%]; 10.000 đô la được đầu tư hôm nay sẽ trị giá 150.000 đô la sau 30 năm ở mức lợi suất này. Không tệ lắm nhỉ. Tuy nhiên, nếu thay vì đó, nhà đầu tư chỉ nắm giữ một cổ phiếu trong suốt 30 năm này và bị tính thuế chỉ một lần vào cuối thời kỳ, họ có cùng mức lợi nhuận trước thuế là 15% nhưng lợi suất sau thuế lên tới 13,3%. Cùng khoản 10.000 đô la này sẽ tính lãi kép ở mức thêm 3,55% và tạo ra lợi suất sau thuế gấp 2,5 lần sau 30 năm. Việc hoãn thuế cung cấp một dạng đòn bẩy tài chính cho phép nhà đầu tư thứ

hai kiểm soát nhiều tài sản hơn trong thời gian dài hơn. Khi lãi vốn của mỗi năm được tính thuế hàng năm, thì sẽ chẳng có hoãn thuế, và do đó không có lợi ích đòn bẩy tài chính. Đó là điều khiến DTL lại hấp dẫn tới vậy.

Buffett đánh giá cao nhưng không quá ám ảnh về những lợi ích này và cố tình chỉ ra mức độ mà các quyết định tệ hại được đưa ra dựa trên các cân nhắc về thuế mơ hồ. Trong khi rõ ràng, như chúng ta vừa thấy, các chiến lược tối thiểu thuế có thể làm tăng lợi nhuận của bạn, thì các nhà đầu tư có thể lại đi bước lùi khi họ ưu tiên giảm thiểu thuế suất trước cả lãi suất kép. Sức quyến rũ của việc tránh phải trả tiền cho chính phủ khiến Buffett phải in nghiêng một câu ở phần mở đầu chương này; các cân nhắc về thuế thường dẫn nhiều người thông minh tới các quyết định đầu tư sai lầm.

Nhầm lẫn giữa phương tiện và kết quả

Các bức thư dạy nhà đầu tư luôn đánh giá giá trị của các khoản đầu tư như thể chúng đã được thanh lý rồi. Ông sẽ nói với bạn rằng “giá trị tài sản ròng” là giá trị thị trường của các khoản đầu tư trừ đi thuế phải nộp sau khi bán. Đó là cách thích hợp để nghĩ về nó. Bạn phải khấu trừ chi phí thuế hiện tại từ lãi vốn khi bạn đầu tư, mặc dù chúng sẽ chỉ thực sự được trả sau đó. Chẳng hạn, nếu bạn đặt 50.000 đô la vào một số cổ phiếu mà sau đó có giá tăng gấp đôi, giá trị tài sản ròng của bạn sẽ không phải là 100.000 đô la, mặc dù đó là con số xuất hiện trên đầu báo cáo môi giới chứng khoán của bạn. Giả định thuế suất thông thường 35% được áp dụng, khoản thuế 17.500 đô la (35% của lãi vốn 50.000 đô la) sẽ tới hạn khi cổ phiếu được bán đi. Bạn sẽ phải tập suy nghĩ tới giá trị tài sản ròng trong các khoản đầu tư của bạn, hay những gì bạn còn lại sau khi bán mọi thứ vào ngày mai và nộp thuế, trong trường hợp này là 82.500 đô la. Đây là giá trị thực sự khoản đầu tư của bạn, khoản mà Buffett nói là tiền có sẵn để “mua thực phẩm” – đó là thứ mà chúng ta đang cố gắng tối đa hóa khi là nhà đầu tư. Khi bạn bán một khoản đầu tư và thu được lợi nhuận, bạn sẽ phải hoàn trả chi phí thuế hoãn lại phát sinh. Việc nghĩ tới thuế theo cách này – hoàn trả khoản nợ trái ngược với nộp thuế – có thể giúp tránh nhầm lẫn giữa việc tối đa hóa giá trị tài sản ròng (mục tiêu chính) với việc tối thiểu hóa thuế (mục tiêu phụ).

Phản xa tự động nhằm tối thiểu hóa thuế có thể tác động xấu tới việc lựa chọn các chứng khoán tối ưu để sở hữu. Đây có thể là một sai lầm phải trả giá đắt. Buffett đã làm rõ điều này khi nói rằng, "ngoại trừ các trường hợp rất khác thường (tôi sẽ sẵn sàng thừa nhận rằng có một số trường hợp như vậy), còn không thì khoản tiền thuế sẽ không mấy quan trọng nếu chênh lệch trong thành tích kỳ vọng là đáng kể," và "việc tách biệt các chứng khoán tính thuế thấp chỉ đơn thuần làm đóng băng một phần giá trị tài sản ròng được tính lãi kép giống như các tài sản được tách biệt. Mặc dù điều này có thể tốt hay xấu tùy từng trường hợp, nhưng nó là sự hủy bỏ việc quản lý đầu tư." Rõ ràng, việc giữ một nhóm các cổ phiếu ít hấp dẫn hơn để tránh khoản chi phí thuế không thể tránh khỏi là một chiến lược đầu tư tệ hại.

Thậm chí Buffett còn nói rõ ràng hơn rằng:

Mọi người đang thực sự cố làm điều gì trong thế giới đầu tư này? Không phải là trả thuế ít nhất, mặc dù nó có thể là một yếu tố cần cân nhắc để đạt kết quả cuối cùng. Tuy nhiên, phương tiện và kết quả không nên bị nhầm lẫn, và kết quả thì gắn với lãi suất kép sau thuế lớn nhất... Không thể có chuyện 20 cổ phiếu được chọn, chẳng hạn, từ 3.000 lựa chọn sẽ được chứng minh là một danh mục tối ưu ở cả hiện tại và một năm sau tại các mức giá hoàn toàn khác biệt (đối với cả các cổ phiếu được chọn và không được chọn) xuất hiện tại ngày hôm sau. Nếu mục tiêu của chúng ta là tạo ra lãi suất kép sau thuế tối đa, chúng ta đơn giản chỉ phải sở hữu các chứng khoán hấp dẫn nhất có thể đạt được ở các mức giá hiện tại. Và với 3.000 biến số dao động rất nhanh kia, điều này có nghĩa là thay đổi (hy vọng là thay đổi "tạo thuế").

Mặc dù sự hiện diện của DTL sẽ làm tăng lãi suất kép sau thuế của bạn, với điều kiện các yếu tố khác không đổi, nhưng trong thực tế, các yếu tố khác lại thường thay đổi. Khi lợi nhuận trước thuế luôn cao và thời gian dài, DTL sẽ làm tăng lợi nhuận. Nhưng nếu bạn có cơ hội cải thiện lợi nhuận trước thuế của bạn bằng việc tối ưu hóa danh mục đầu tư của mình để nắm giữ các cổ phiếu tốt nhất bạn có thể tìm thấy, sẽ thường khôn ngoan hơn khi làm vậy.

Hãy trở lại ví dụ trước của chúng ta về một nhà đầu tư mua và giữ so với một nhà giao dịch hàng năm. Khi lợi nhuận trong cả hai chiến lược đầu tư là bằng nhau ở mức 15%, thì nhà đầu tư mua và giữ thu

lợi gấp 2,5 lần so với nhà giao dịch hàng năm. Hãy giả định rằng nhà đầu tư mua và giữ nghĩ rằng cổ phiếu của anh ta sẽ sinh lợi 15% mỗi năm cuối cùng lại chỉ kiếm được lãi ở mức 10%. Nếu anh ta vẫn trung thành với chiến lược đầu tư này mặc dù lợi nhuận thấp hơn kỳ vọng, thì CAGR (tốc độ tăng trưởng hàng năm kép) sau thuế sẽ là 8,4%. Giờ hãy giả định nhà đầu tư #2, nhà giao dịch hàng năm, có thể duy trì CAGR ở mức 15% nhưng vẫn phải chuyển từ cổ phiếu này sang cổ phiếu khác mỗi năm và tạo ra 9,75% lợi suất sau thuế. Từ điều này, bạn có thể thấy rằng 15% được tính thuế hàng năm vẫn tốt hơn 10% được tính thuế chỉ một lần. Sau 30 năm, nó sẽ tạo ra các khoản đầu tư đáng giá thêm tới 40%. Khi thời kỳ và/hay lãi suất kép hàng năm co ngắn lại, thì lợi ích từ DTL cũng sẽ vậy. Điểm mấu chốt là nếu bạn có thể cải thiện danh mục đầu tư của mình, bạn nên làm vậy, thậm chí dù nó có liên quan tới việc phải trả thuế.

Vĩnh viễn thì sao?

Từ những năm 1970, Buffett đã nói rằng các cổ phiếu yêu thích của ông sẽ được nắm giữ vĩnh viễn. Dù điều này có thể hơi ngạc nhiên khi cân nhắc tới điều chúng ta vừa thảo luận về thuế, nhưng thực tế nó vẫn nhất quán với các bình luận trước đó tới các thành viên góp vốn. Đối với phần lớn các năm ở BPL, lãi suất kép tối ưu đòi hỏi Buffett phải chuyển từ mẩu xì gà này sang mẩu xì gà khác, từ món lời miễn phí này sang món lời miễn phí khác. Trong những năm đầu của BPL, vĩnh viễn không phải là một lựa chọn. Sau một món lời miễn phí, Buffett buộc phải tiếp tục. Nếu không, lợi nhuận của ông chắc chắn sẽ bị giảm. Đây không phải là những doanh nghiệp tốt; chúng là những giao dịch đảo chiều trung bình. Những người vẫn nghiêng về trường phái tìm kiếm và đầu tư vào các cổ phiếu giá rẻ theo Graham sẽ có lợi nhuận cao hơn những người chọn đi cùng các khoản đầu tư tính lãi kép chất lượng cao.

Một phần của sức quyến rũ khi đầu tư vào các doanh nghiệp lớn – khoản đầu tư lớn của BPL vào American Express hay phần lớn chứng khoán hiện nay của Berkshire – là chúng có thể tính lãi kép ở mức lãi suất cao trong thời gian dài và thu lợi ích nhờ đòn bẩy tài chính của chi phí thuế thu nhập hoãn lại. Nhưng chính thực tế rằng các doanh nghiệp này sẽ tiếp tục phát triển các giá trị của mình ở tốc độ khá cao, chứ không phải lợi ích từ hoãn thuế, mới là điều khiến chúng hấp dẫn

hơn.

Berkshire khác BPL ở hai điểm mà ảnh hướng tới thời gian nắm giữ cổ phiếu và do đó tới cả việc sử dụng đòn bẩy tài chính của thuế thu nhập hoãn lại. Thông thường, Berkshire có một lượng tiền mặt dư, đôi khi khá lớn, trong khi BPL gần như luôn đầu tư toàn bộ. Chẳng có lý gì Bershire lại đi bán một khoản đầu tư hấp dẫn để mua vào một khoản khác trong khi lượng tiền mặt dư cho phép họ có thể sở hữu cả hai khoản này. Thứ hai, với quy mô của Bershire, việc lựa chọn chứng khoán của Buffett bị giới hạn bởi số lượng các công ty thực sự lớn giao dịch trên thị trường ở các mức giá hợp lý. BPL có thể hướng tới các công ty rất nhỏ để tìm kiểu lãi suất kép kỳ vọng cao – thứ mà các công ty lớn hơn thường không có. Nhiều lựa chọn hơn thường đi kèm với nhiều hoạt động tạo ra thuế hơn.

Kế hoạch tránh thuế

Cuối cùng thì Chàng Thuế cũng tới. Buffett dạy chúng ta rằng:

chỉ có ba cách để tránh việc cuối cùng phải nộp thuế: (1) chết cùng tài sản – và điều này có hơi quá sức cho tôi – ngay cả mấy người cuồng tín cũng phải nhìn “cách điều trị” này với cảm xúc lẫn lộn; (2) biếu không tài sản – mọi người chắc chắn sẽ không phải trả bất kỳ khoản thuế nào theo cách này, nhưng tất nhiên mọi người cũng sẽ chẳng thể trả tiền mua thực phẩm, tiền thuê nhà v.v. và (3) cắt lãi đi – nếu mọi người có “thèm khát” cách tiết kiệm thuế này, thì tôi phải ngưỡng mộ mọi người đấy – mọi người chắc phải can đảm lắm mới làm vậy.

Ông cung cấp cho chúng ta một lý do tuyệt vời để đón nhận việc trả thuế như một kết quả hợp lý từ khoản đầu tư thành công của chúng ta. Tuy nhiên, nhiều nhà đầu tư vẫn xem việc trả thuế là tịch thu tài sản trái ngược với việc hoàn lại một khoản vay. Phố Wall đã lợi dụng những suy nghĩ đó và đều đặn đưa ra các “sáng kiến” về những sản phẩm trốn thuế đổi lại các khoản phí khá lớn. Bất kể nhà đầu tư muốn gì, bạn có thể chắc chắn rằng Phố Wall cũng sẽ đáp ứng được nhu cầu đó. Vào năm 2004, tại cuộc họp thường niên của Berkshrie, cả Buffett và Munger đều nhận xét với sự kinh tởm về các kế hoạch tránh thuế mà nhiều hãng kiểm toán hàng đầu đang đưa ra.

Theo Munger, một phần của sân chơi là chỉ có 20 khách hàng hàng đầu được cung cấp sản phẩm, để các nhà quản lý sẽ không chú ý tới.

Bình luận của Buffett về thuế giúp cho chúng ta bám sát và tập trung vào việc duy trì danh mục đầu tư với lợi nhuận cao nhất có thể với các lựa chọn sẵn có. “Đừng cố tránh thuế” đã là câu thần chú của Buffett trong nhiều năm. Trong vài thập kỷ đầu tiên trong sự nghiệp đầu tư của ông, Buffett đã tạo ra các thành tích đầu tư xuất sắc trong khi vẫn trả rất nhiều thuế; ông trả càng nhiều thì thành tích của ông càng tốt. Trong đầu tư, hãy tìm cách trả khoản thuế cao nhất bạn có thể ở mức thuế suất thấp nhất. Nếu bạn có thể làm vậy, có nghĩa bạn đang làm rất xuất sắc đấy.

Bài học từ Thư gửi thành viên góp vốn: Thuế

NGÀY 10 THÁNG 7 NĂM 1963

Có vài khả năng là chúng ta sẽ đạt lợi nhuận thực hiện tương đối cao trong năm nay. Tất nhiên, điều này chẳng thể cụ thể hóa và thực sự chẳng có gì để làm với thành tích đầu tư của chúng ta trong năm nay cả. Thẳng thắn mà nói, tôi là một người ủng hộ việc trả thuế thu nhập nhiều – ở mức thuế suất thấp. Rất nhiều các quyết định đầu tư nhầm lẫn và mơ hồ được dựa trên cơ sở mà họ gọi là “cân nhắc về thuế.”

Giá trị tài sản ròng của tôi là giá trị thị trường của các chứng khoán được nắm giữ trừ đi thuế phải nộp sau khi bán. Khoản nợ này cũng thực như tài sản trừ phi giá trị tài sản giảm (đau đấy), tài sản được biếu tặng (miễn bình luận), hay tôi chết cùng với nó. Bước hành động sau cùng ít nhất cũng có vẻ giống chiến thắng kiểu Pyrros[75].

Các quyết định đầu tư được thực hiện dựa trên cơ sở việc áp dụng lãi kép ở mức có khả năng xảy ra nhất lên giá trị tài sản ròng sau thuế với mức rủi ro tối thiểu. Việc tách biệt các chứng khoán tính thuế

thấp chỉ đơn thuần làm đóng băng một phần giá trị tài sản ròng được tính lãi kép giống như các tài sản được tách biệt. Mặc dù điều này có thể tốt hay xấu tùy từng trường hợp, nhưng nó là sự hủy bỏ việc quản lý đầu tư. Thành tích nhóm của các chứng khoán tính thuế thấp khác nhau rõ ràng sẽ xấp xỉ thành tích nhóm của các chứng khoán tính chung làm một, tức là áp dụng lãi kép ở mức lãi suất kép của chỉ số Dow. Chúng ta không cho điều này là tối ưu trong các lãi suất kép sau thuế.

Tôi đã từng nói rằng nếu lợi nhuận từ thỏa thuận góp vốn này có thể tạo thành một phần đáng kể trong tổng thu nhập chịu thuế của mọi người, thì điều an toàn nhất nên làm là ước tính trong năm nay khoản thuế mọi người phải gánh năm trước. Nếu làm điều này, mọi người sẽ không thể bị phạt. Trong mọi trường hợp, các chi phí thuế cho những thành viên tham gia vào thỏa thuận góp vốn này từ ngày 1 tháng 1 năm 1963 sẽ ở mức tối thiểu bởi các điều khoản trong thỏa thuận góp vốn của chúng ta trước tiên phân bổ lãi vốn cho các thành viên có lợi ích trong khoản lợi nhuận chưa thực hiện.

NGÀY 8 THÁNG 7 NĂM 1964

Thuế

Chúng ta bước vào năm 1964 với khoản lợi nhuận chưa thực hiện ròng là 2.991.090 đô la mà toàn bộ có thể quy cho thuộc sở hữu của các thành viên góp vốn trong năm 1963. Tính tới ngày 30 tháng 6, chúng ta đã đạt khoản lãi thực hiện là 2.826.248,76 đô la (trong đó 96% là dài hạn), do đó có khả năng rằng ít nhất toàn bộ lợi nhuận chưa thực hiện có thể quy cho lợi ích của mọi người và được báo cáo tới mọi người trong bức thư vào ngày 25 tháng 1 năm 1964, (mục 3) sẽ được ghi nhận trong năm nay. Một lần nữa, tôi muốn nhấn mạnh rằng điều này chẳng có gì ảnh hưởng tới cách chúng ta đang hoạt động. Có khả năng sau khi tôi báo cáo điều trên, giá trị thị trường phần vốn trong BPL của các anh bị giảm đi đáng kể từ ngày 1 tháng 1, do đó việc chúng ta có lợi nhuận thực hiện lớn cũng chưa đáng mừng vội. Tương tự khi lợi nhuận thực hiện của chúng ta rất khiêm tốn, cũng chẳng có lý do gì phải nản lòng cả. Chúng ta không chơi bất kỳ trò nào để trả sớm hay hoãn thuế cả. Chúng ta đưa ra các quyết định đầu tư dựa trên việc đánh giá các kết hợp xác suất có lợi nhuận cao

nhất. Nếu điều này có nghĩa phải trả thuế, tôi rất vui là mức thuế suất trên lãi vốn dài hạn thấp như hiện tại.

NGÀY 18 THÁNG 1 NĂM 1965

Thuế

Chúng ta đã có một tràng "rên rỉ" trong năm nay về thuế thu nhập phải trả của các thành viên góp vốn rồi. Tất nhiên, đáng ra chúng ta sẽ nói ít hơn về vấn đề này nếu bảng tính thuế toàn ô trống.

Tội lỗi đầu tư mà những người khá thông minh phạm phải có nguyên nhân xuất phát từ 'những cân nhắc về thuế' nhiều hơn bất kỳ yếu tố nào khác. Một trong những người bạn của tôi – một nhà triết học có tiếng ở Bờ Tây – luôn nói rằng phần lớn sai lầm của một đời người thường do họ quên mất điều mình thực sự cố gắng làm được. Đây chắc chắn là trường hợp khi một thành phần mang đầy cảm xúc như thuế đi vào trong bức tranh (Tôi có một người bạn khác – một nhà triết học có tiếng ở Bờ Đông nói rằng kết quả kém không phải điều ông quan tâm – mà chính là thuế)

Hãy trở lại Bờ Tây. Mọi người đang thực sự cố làm điều gì trong thế giới đầu tư này? Không phải là trả thuế ít nhất, mặc dù nó có thể là một yếu tố cần cân nhắc để đạt kết quả cuối cùng. Tuy nhiên, phương tiện và kết quả không nên bị nhầm lẫn, và kết quả thì gắn với lãi suất kép sau thuế lớn nhất. Khá rõ ràng là nếu hai bước hành động đều hứa hẹn các lãi suất kép trước thuế tương đương và một chịu thuế còn một thì không, thì cái sau sẽ ưu việt hơn hẳn. Tuy nhiên, chúng ta thấy đây là trường hợp rất hiếm.

Không thể có chuyện 20 cổ phiếu được chọn, chẳng hạn, từ 3.000 lựa chọn sẽ được chứng minh là một danh mục tối ưu ở cả hiện tại và một năm sau tại các mức giá hoàn toàn khác biệt (đối với cả các cổ phiếu được chọn và không được chọn) xuất hiện tại ngày hôm sau. Nếu mục tiêu của chúng ta là tạo ra lãi suất kép sau thuế tối đa, chúng ta đơn giản chỉ phải sở hữu các chứng khoán hấp dẫn nhất có thể đạt được ở các mức giá hiện tại. Và với 3.000 biến số dao động rất nhanh kia, điều này có nghĩa là thay đổi (hy vọng là thay đổi "tạo thuế"). Rõ ràng là thành tích của một cổ phiếu trong năm trước hay tháng trước

không phải là lý do, về bản chất, để sở hữu hay không sở hữu nó ở hiện tại. Rõ ràng là việc không thể "hòa vốn" trong một chứng khoán đang giảm giá trị cũng đâu quan trọng. Rõ ràng là "hào quang" ấm áp nhờ việc sở hữu một cổ phiếu ưu việt vào năm trước cũng không quan trọng trong việc quyết định liệu nó có thuộc danh mục đầu tư tối ưu trong năm nay không.

Nếu tính tới lãi vốn, việc thay đổi các danh mục đầu tư đi kèm với việc trả thuế. Ngoại trừ các trường hợp rất khác thường (tôi sẽ sẵn sàng thừa nhận rằng có một số trường hợp như vậy), còn không thì khoản tiền thuế sẽ không mấy quan trọng nếu chênh lệch trong thành tích kỳ vọng là đáng kể. Tôi chẳng thể hiểu nổi tại sao thuế lại như một "cú đấm" với nhiều người như vậy bởi thuế suất trên lãi vốn dài hạn thấp hơn so với nhiều ngành nghề khác (chính sách thuế cho thấy rằng về mặt xã hội công việc đào mương được coi là kém hấp dẫn hơn việc giao dịch các chứng chỉ cổ phiếu).

Chỉ có ba cách để tránh việc cuối cùng phải nộp thuế: (1) chết cùng tài sản – và điều này có hơi quá sức cho tôi – ngay cả mấy người cuồng tín cũng phải nhìn "cách điều trị" này với cảm xúc lẫn lộn; (2) biếu không tài sản – mọi người chắc chắn sẽ không phải trả bất kỳ khoản thuế nào theo cách này, nhưng tất nhiên mọi người cũng sẽ chẳng thể trả tiền mua thực phẩm, tiền thuê nhà v.v. và (3) cắt lãi đi – nếu mọi người có "thèm khát" cách tiết kiệm thuế này, thì tôi phải ngưỡng mộ mọi người đấy – mọi người chắc phải can đảm lắm mới làm vậy.

Vì vậy, BPL sẽ tiếp tục chính sách tối đa hóa lợi nhuận đầu tư, chứ không phải tối thiểu hóa thuế. Chúng ta sẽ làm tốt nhất có thể để tạo ra doanh thu cao nhất cho Kho bạc – ở mức thuế suất thấp nhất mà quy định cho phép.

Tóm lược

Đôi khi những tư duy mơ hồ về thuế có thể cản trở thứ chúng ta thực sự theo đuổi – lãi suất kép sau thuế cao nhất có thể. Việc chọn lựa cổ phiếu của bạn thường là yếu tố chính xác định lợi nhuận, trong khi thuế chỉ đóng vai trò rất nhỏ. Quy mô quỹ của bạn,

và có thể phù hợp hơn, quy mô quỹ của một nhà quản lý đầu tư bên ngoài, cũng có thể đóng vai trò lớn. Câu hỏi về quy mô không đơn giản như bạn nghĩ – và đó là chủ đề tiếp theo của chúng ta.

CHƯƠNG 12

QUY MÔ SO VỚI THÀNH TÍCH

"Nguồn ý tưởng của chúng ta có vẻ luôn đi trước 10% so với tài khoản ngân hàng của chúng ta. Nếu điều này cần thay đổi, chính tôi sẽ nói cho mọi người."

– NGÀY 18 THÁNG 1 NĂM 1964

Khi các thị trường đều đặn tăng trưởng qua những năm tháng của Công ty Hợp danh, Buffett liên tục phải đánh giá tác động tiềm ẩn mà tốc độ tăng trưởng nhanh trong tài sản của BPL có thể có lên thành tích tương lai của ông. Trong nhiều năm, ông đã thu hút các nhà đầu tư mới và coi việc tăng trưởng của quỹ là dấu hiệu tích cực. Tuy nhiên, một khi tài sản của BPL vượt quá mức các ý tưởng đầu tư của ông có thể chăm lo được, thì Buffett sẽ ngừng tiếp nhận thêm các nhà đầu tư mới. Việc theo dõi tiến triển trong bình luận của ông về vấn đề này cho thấy quy mô đầu tư và chu kỳ thị trường thực sự có quan hệ chặt chẽ thế nào khi nói đến thành tích kỳ vọng. Câu hỏi thú vị là, tại điểm nào thì việc tăng vốn chuyển từ tác động tích cực sang tiêu cực? Nói chung, điểm đó sẽ luôn là khoảng khắc mà vốn phát triển nhanh hơn ý tưởng. Trong thực tế, câu trả lời phụ thuộc phần lớn vào việc bạn đang ở đâu trong chu kỳ thị trường. Đó không phải một con số tĩnh – nó phụ thuộc vào thị trường. Trong thị trường giá xuống[(76)], ngay cả các nhà quản lý quỹ lớn nhất cũng có thể đưa các khoản vốn lớn hoạt động dễ dàng; tại các đỉnh đầu cơ, thường chỉ có các nhà quản lý quỹ nhỏ nhất mới có thể tìm được các ý tưởng đầu tư đem lại lợi nhuận thực sự cao.

Nếu quỹ của BPL được duy trì ở mức dưới vài triệu đô la, Buffett vẫn sẽ có thể đầu tư toàn bộ ngay cả khi thị trường đang hướng tới đỉnh đầu cơ. Tư tưởng này cũng đã thúc đẩy bình luận của Buffett trong thời kỳ đỉnh điểm của bong bóng công nghệ khi ông nói rằng:

Dù là một triệu đô la, hay mười triệu đô la, thì tôi đều đầu tư toàn bộ. Lợi suất cao nhất mà tôi đạt được là trong những năm

1950. Tôi đã đánh bại chỉ số Dow. Các anh nên xem lại những con số hồi ấy. Nhưng khi đó tôi chỉ đầu tư nhỏ lẻ. Không có nhiều tiền là một lợi thế lớn về cơ cấu. Tôi nghĩ tôi có thể mang về cho các anh lợi suất 50% một năm trên một triệu đô la. Không, tôi biết tôi có thể làm được. Tôi bảo đảm.

Ý tưởng rằng "quỹ càng lớn thì càng khó đạt lợi nhuận cao" chỉ đúng sau khi vượt qua một ngưỡng nhất định. Việc đầu tư vài nghìn đô la hay vài trăm nghìn đô la sẽ chẳng bao giờ khó khăn hơn, dù môi trường thị trường thế nào. Nhưng khi bạn lớn như Berkshire, quy mô hầu như luôn là một lực cản lớn tới thành tích dù chúng ta đang ở phần nào của chu kỳ thị trường. Với hàng chục tỷ đô la trong số vốn dư, chỉ một số ít công ty đủ lớn để đáp ứng các điều kiện trở thành các khoản đầu tư. Chúng sẽ được giám sát chặt và thường được định giá hiệu quả.

Chủ đề này lần đầu xuất hiện vào năm 1962 với một bài viết có tựa đề "Câu hỏi về quy mô," mà Buffett mở đầu bằng phong cách hài hước đặc trưng của mình: "Bên cạnh câu hỏi về điều gì sẽ xảy ra khi tôi chết (điều mà thật éo le lại là chủ đề yêu thích của tôi), có lẽ câu tôi thường được hỏi nhiều nhất là: 'Tốc độ tăng trưởng nhanh của các quỹ góp vốn sẽ có tác động gì lên thành tích đầu tư?'" Tài sản của Công ty Hợp danh bắt đầu chỉ từ 100.000 đô la đã phát triển lên tới hơn 7 triệu đô la thời điểm ông viết câu này (59,5 triệu đô la tính theo giá trị tiền năm 2015). Tại điểm này, Buffett vẫn cảm thấy rằng lớn hơn sẽ tốt hơn. Điểm mấu chốt không phải là mức vốn tuyệt đối của ông hay sự náo động chung của thị trường, mà là điểm giao nhau giữa hai yếu tố này. Ý tưởng của ông vẫn còn phong phú hơn số vốn ông có và do đó lớn hơn vẫn sẽ tốt hơn.

Tuy nhiên sau đó có một số hạn chế tồn tại. Khi giao dịch các chứng khoán nhỏ hơn, ít tiếng tăm hơn mà thường có tính thanh khoản hạn chế, việc có thêm dù chỉ một ít vốn đầu tư thôi cũng khiến việc mua đủ số lượng những cổ phiếu này ở mức giá phù hợp khó khăn hơn. Hậu quả là phần Cổ phiếu Tổng quát – Sở hữu tư nhân bị tác động tiêu cực ngay khi quy mô của Công ty Hợp danh lớn dần, đặc biệt là do cùng lúc đó số lượng các ý tưởng đầu tư hay giảm bớt. Đây cũng là một điểm cần lưu ý, rằng đầu tư với số vốn khiêm tốn có lợi thế của nó. Bạn có thể đi tới bất kỳ nơi nào mà hầu hết những người khác không thể.

Mặt khác, tài sản tăng lên cũng có lợi thế. Nó cho phép bạn tham gia đầu tư vào các cổ phiếu Kiểm soát. Buffett luôn tin rằng các cơ hội khi đầu tư vào cổ phiếu Kiểm soát tăng theo quy mô quỹ đầu tư của ông khi cạnh tranh giảm đi bởi phải có một nguồn lực tài chính nhất định mới chơi được trò này. Đối với những ai không tin vào ý tưởng đầu tư như vậy, hãy nhớ rằng Buffett đã đầu tư vào cổ phiếu Kiểm soát khi vốn của BPL chỉ tương đương với vài triệu đô la hiện nay.

Thứ nào quan trọng hơn – triển vọng lợi nhuận giảm trong các khoản đầu tư thụ động hay triển vọng lợi nhuận tăng trong các khoản đầu tư vào cổ phiếu Kiểm soát? Tôi không thể đưa ra một câu trả lời rõ ràng cho câu hỏi này bởi nó phụ thuộc rất nhiều vào loại thị trường chúng ta đang hoạt động. Quan điểm hiện tại của tôi là chẳng có lý do gì để nghĩ rằng sẽ không có những yếu tố bù trừ; nếu quan điểm của tôi thay đổi, mọi người sẽ được biết. Tôi có thể nói chắc chắn rằng kết quả của chúng ta trong các năm 1960 và 1961 sẽ không thể tốt hơn nếu chúng ta hoạt động với số vốn ít hơn nhiều của các năm 1956 và 1957.

Vào năm 1966, với thị trường giá lên đỉnh điểm và quy mô của BPL tăng theo cấp số nhân nhờ có nhiều thành viên góp vốn hơn và thành tích xuất sắc, Buffett đang quản lý số vốn là 43 triệu đô la và suy nghĩ của ông đã thay đổi. Đó là thời điểm ông chính thức thông báo rằng ông không thể nhận thêm thành viên góp vốn mới nữa, trong một phần bức thư của ông có tựa đề: "Nỗi buồn của lãi kép." Quy mô đã trở thành một yếu tố. Như ông giải thích, "Với tình huống hiện nay, tôi cảm thấy quy mô lớn hơn sẽ có hại với lợi nhuận tương lai hơn là có ích. Điều này có thể không đúng với lợi nhuận của chính tôi, nhưng có thể lại đúng với lợi nhuận của mọi người."

Câu cuối cùng này nói cho chúng ta rằng Buffett không chỉ là một nhà đầu tư mà còn một con người. Bạn sẽ nhớ lại rằng một nhà quản lý đầu tư sẽ không có lợi khi đóng quỹ để ngừng bổ sung vốn, ngay cả khi nó có lợi cho nhà đầu tư. Đối với Buffett, thậm chí nếu ông tin rằng tài sản nhiều hơn sẽ có tác động xấu tới thành tích, với việc được hưởng trung bình 25% trên bất cứ khoản lãi nào cao hơn khoản lãi 6% đầu tiên, ông quản lý càng nhiều tiền thì ông càng kiếm được nhiều phí hơn. Ở đây chúng ta thấy một ví dụ khác về việc ông thống nhất lợi ích của mình với các thành viên góp vốn tốt tới mức nào.

Khi thị trường vẫn còn nóng và các quỹ thậm chí ngày càng lớn

hơn, Buffett đã đi một bước thận trọng bằng cách hạ thấp lợi suất kỳ vọng chính thức của BPL vào tháng 10 năm 1967. Tuy nhiên, hiện với số vốn gần 65 triệu đô la, ông nói rõ rằng không phải quy mô mà thị trường mới là vấn đề chính; ông nghĩ rằng thậm chí nếu ông chỉ quản lý 1/10 số vốn thì thành tích đầu tư của ông cũng sẽ chỉ "tốt hơn một chút." Môi trường thị trường rõ ràng là yếu tố lớn hơn.

Tuy nhiên, đối với các nhà đầu tư cá nhân làm việc với số vốn trung bình, nhỏ là một lợi thế lớn trong hầu hết các thị trường. Nó cho bạn cơ hội "đi săn" ở những khu vực mà các nhà đầu tư chuyên nghiệp không thể tiếp cận bởi các công ty này quá nhỏ cho các nhà đầu tư tổ chức. Khi được hỏi vào năm 2005 rằng liệu ông vẫn giữ bình luận của mình sáu năm trước, rằng ông có thể kiếm được lợi nhuận 50% mỗi năm trên các khoản đầu tư nhỏ hay không, Buffett nói rằng,

Vâng, tôi vẫn sẽ nói câu đó vào hôm nay. Trong thực tế, chúng ta vẫn kiếm được các loại lợi nhuận đó trên một số khoản đầu tư nhỏ hơn của chúng ta. Thời kỳ tốt nhất là những năm 1950; tôi kiếm được hơn 50% lợi nhuận với các khoản vốn nhỏ. Bây giờ, tôi vẫn có thể làm được điều đó với các khoản vốn nhỏ hơn. Thậm chí còn dễ dàng hơn để kiếm số tiền đó trong môi trường hiện nay bởi có thể dễ dàng truy cập thông tin. Các anh sẽ phải lật rất nhiều tảng đá để tìm thấy những thứ bất thường nhỏ bé đó. Các anh phải tìm các công ty kém tên tuổi – thật kém tên tuổi vào. Các anh có thể tìm các công ty địa phương không hề có một vấn đề nào. Một công ty tôi tìm thấy, Công ty Chứng khoán Bảo hiểm Phương Tây, đang giao dịch với mức giá 3 đô la/cổ phiếu trong khi nó đáng giá 20 đô la/cổ phiếu!!! Tôi đã cố gắng mua nhiều nhất có thể. Chẳng ai nói cho các anh về các doanh nghiệp đó. Các anh phải tự mình tìm chúng.

Tuy nhiên, sẽ luôn có một điểm mà tại đó luật số lớn bắt đầu có ảnh hưởng và việc đưa thêm vốn khiến lợi nhuận giảm đi. Sau khi đi qua ngưỡng đó, vốn càng lớn thì lợi nhuận tiềm năng càng thấp. Nếu bạn đang đầu tư vốn riêng của mình, đây sẽ không phải là vấn đề, nhưng nếu bạn đang quản lý một quỹ đầu tư, thì vấn đề đó rất đáng quan tâm. Nó biến động cùng với chu kỳ thị trường; tại các mức thấp của thị trường đi xuống, vấn đề này sẽ lớn hơn (các nhà quản lý đầu tư lớn có thể đầu tư rất nhiều tiền ở lợi suất cao) và tại đỉnh của thị trường, vấn đề này sẽ nhỏ hơn (chỉ các quỹ nhỏ nhất mới phát triển mạnh). Dù bạn thấy mình đang ở đâu trong chu kỳ thị trường, thì hãy

sử dụng lịch sử của BPL để trả lời câu hỏi về quy mô này: Khi ý tưởng của bạn vượt quá số vốn bạn có, thì lớn hơn sẽ tốt hơn, nhưng thời điểm mà tài sản vượt quá các ý tưởng, thì lớn hơn sẽ làm giảm lợi suất tương lai (theo phần trăm, chứ không nhất thiết phải bằng đồng đô la)

Do đó, hãy ghi nhớ hai điểm sau đây khi cân nhắc một khoản đầu tư tại đâu thì quy mô trở thành yếu tố cần quan tâm: Công nhận rằng thành tích của các nhà đầu tư chuyên nghiệp làm việc với các số vốn nhỏ sẽ tự nhiên tốt hơn, với điều kiện các yếu tố khác không đổi, và hãy cân nhắc tác động mà quy mô hiện tại có thể có lên thành tích tương lai. Các nhà quản lý đầu tư chuyên nghiệp luôn có thiên lệch tài chính về vấn đề quy mô tăng lên mà đôi khi có thể trái ngược với lợi ích của riêng bạn.

Bài học từ Thư gửi thành viên góp vốn: Câu hỏi về quy mô

NGÀY 24 THÁNG 1 NĂM 1962

Câu hỏi về quy mô

Bên cạnh câu hỏi về điều gì sẽ xảy ra khi tôi chết (điều mà thật éo le lại là chủ đề yêu thích của tôi), có lẽ câu tôi thường được hỏi nhiều nhất là: “Tốc độ tăng trưởng nhanh của các quỹ góp vốn sẽ có tác động gì lên thành tích đầu tư?”

Các quỹ lớn thường đi theo hai chiều. Xét từ các khoản đầu tư “thụ động,” nơi chúng ta chẳng cần cố gắng thay đổi quy mô của khoản đầu tư để tác động tới các chính sách của công ty, thì khoản đầu tư càng lớn càng tác động xấu tới thành tích. Đối với quỹ tương hỗ hay bộ phận tín thác đầu tư vào chứng khoán ở các thị trường rộng lớn, tác động của các khoản đầu tư lớn lên thành tích chỉ ở mức rất nhỏ. Việc mua 10.000 cổ phiếu của General Motors chỉ tốn kém hơn một chút (trên cơ sở triển vọng toán học) so với việc mua 1.000

hay 100 cổ phiếu.

Đối với một số chứng khoán chúng ta đang giao dịch (nhưng chắc chắn không phải tất cả), việc mua 10.000 cổ phiếu khó hơn nhiều mua 100 cổ phiếu và đôi khi còn không thể. Vì vậy, đối với một phần danh mục đầu tư của chúng ta, các khoản tiền lớn chắc chắn sẽ bất lợi. Đối với một phần lớn hơn trong danh mục đầu tư, tôi sẽ nói rằng các khoản vốn tăng lên sẽ chỉ bất lợi hơn một chút. Nhóm này phần lớn là cổ phiếu Tính toán và một số cổ phiếu Tổng quát.

Tuy nhiên, nếu có các tình huống kiểm soát thì việc tăng vốn sẽ là một lợi thế nhất định. Một "Sanborn Map" sẽ chẳng thể được thực hiện nếu thiếu tài lực. Tôi tin rằng trong lĩnh vực này, các cơ hội sẽ tăng theo quy mô của vốn đầu tư. Điều này là do sự cạnh tranh giảm mạnh khi vốn đầu tư tăng lên cộng với việc quy mô gia tăng làm phân tán quyền sở hữu cổ phiếu của công ty đó.

Thứ nào quan trọng hơn – triển vọng lợi nhuận giảm trong các khoản đầu tư thụ động hay triển vọng lợi nhuận tăng trong các khoản đầu tư vào cổ phiếu Kiểm soát? Tôi không thể đưa ra một câu trả lời rõ ràng cho câu hỏi này bởi nó phụ thuộc rất nhiều vào loại thị trường chúng ta đang hoạt động. Quan điểm hiện tại của tôi là chẳng có lý do gì để nghĩ rằng sẽ không có những yếu tố bù trừ; nếu quan điểm của tôi thay đổi, mọi người sẽ được biết. Tôi có thể nói chắc chắn rằng kết quả của chúng ta trong các năm 1960 và 1961 sẽ không thể tốt hơn nếu chúng ta hoạt động với số vốn ít hơn nhiều của các năm 1956 và 1957.

NGÀY 18 THÁNG 1 NĂM 1963

Đôi khi, các thành viên góp vốn cũng bày tỏ lo ngại tới tác động của quy mô lên thành tích đầu tư. Chủ đề này đã được nêu trong bức thư của năm ngoái. Kết luận cuối cùng là đôi lúc nguồn vốn tăng lên có lợi, đôi lúc lại có hại, nhưng về cân bằng thì tôi không cảm thấy việc tăng vốn có hại cho thành tích đầu tư. Tôi đã hứa sẽ thông báo cho các thành viên góp vốn nếu kết luận của tôi về điều này thay đổi. Vào đầu năm 1957, tổng tài sản của các thành viên góp vốn là 303.726 đô la và nó đã tăng lên 7.178.500 đô la vào đầu năm 1962. Cho đến nay, biên lợi nhuận của chúng ta so với chỉ số Dow vẫn chưa có dấu

hiệu giảm sút khi nguồn vốn tăng lên.

NGÀY 18 THÁNG 1 NĂM 1964

Chúng ta khởi đầu năm nay với giá trị tài sản ròng là 17.454.900 đô la. Việc tài sản của chúng ta tăng nhanh luôn luôn đặt ra một câu hỏi: Liệu điều này có làm pha loãng thành tích đầu tư trong tương lai không? Cho đến nay, tương quan giữa quy mô của Công ty Hợp danh và biên lợi nhuận so với chỉ số Dow là tỷ lệ thuận nhiều hơn tỷ lệ nghịch. Tuy nhiên, mọi người không nên quá coi trọng điều này. Việc tăng vốn đôi lúc có lợi nhưng đôi khi lại có hại. Tôi nghĩ rằng danh mục đầu tư hiện tại của chúng ta sẽ không thể phát triển nếu tài sản của chúng ta chỉ là 1 triệu hay 5 triệu đô la. Nguồn lý tưởng của chúng ta có vẻ luôn đi trước 10% so với tài khoản ngân hàng của chúng ta. Nếu điều này cần thay đổi, chính tôi sẽ nói cho mọi người.

NGÀY 18 THÁNG 1 NĂM 1965

Chính sách trước đây của chúng ta cho phép chấp nhận người thân của các thành viên góp vốn hiện tại mà không có quy định về mức vốn góp tối thiểu. Năm nay, do có quá nhiều con, cháu... xuất hiện khiến chúng ta cần xem xét lại chính sách này; do đó, tôi đã quyết định đặt mức vốn góp tối thiểu là 25.000 đô la cho người thân của các thành viên góp vốn hiện tại.

NGÀY 20 THÁNG 1 NĂM 1966

Nỗi buồn của lãi kép

Thông thường, tới điểm này của bức thư, khiêm tốn mà nói, tôi đã nỗ lực để sửa chữa lại những sai lầm của lịch sử trong suốt 400-500 năm qua. Dù có vẻ khá khó khăn để thực hiện nhiệm vụ này chỉ trong vài đoạn văn mỗi năm, nhưng tôi cảm thấy rằng mình đã góp công sức để định hình lại dư luận thế giới về Columbus, Isabella, Francis I, Peter Minuit và những người bản địa ở Manhattan. Một

sản phẩm của nỗ lực này đã chứng minh sức mạnh to lớn của lãi kép. Để đảm bảo các độc giả chú ý, tôi đã đặt tiêu đề các bài viết đó là “Niềm vui của lãi kép.” Nếu ai tinh mắt, có thể thấy một sự thay đổi nhỏ trong năm nay.

Một mức lãi suất kép kha khá cộng thêm nguồn vốn mới đáng kể đã nâng khoản vốn đầu tư khởi điểm trong năm nay của chúng ta lên 43.645.000 đô la. Nhiều lần trước đây tôi đã đưa ra câu hỏi rằng việc tăng vốn có làm “hại” thành tích đầu tư của chúng ta không. Mỗi lần đó, tôi đều phủ định và hứa với các anh rằng nếu ý kiến của tôi thay đổi, tôi sẽ thông báo ngay.

Tới tận bây giờ, tôi vẫn không cảm thấy rằng nguồn vốn tăng sẽ làm giảm thành tích hoạt động. Thực tế, tôi tin rằng chúng ta phần nào đã làm tốt hơn trong suốt các năm qua với số vốn hiện có trong Công ty Hợp danh so với những gì chúng ta có thể đạt với số vốn thấp hơn nhiều. Điều này là do sự phát triển có phần ngẫu nhiên của các khoản đầu tư với quy mô vừa đủ tầm đối với chúng ta – đủ lớn để có ý nghĩa và đủ nhỏ để xử lý.

Hiện tại, tôi cảm thấy rằng chúng ta đang gần tới điểm mà việc tăng quy mô vốn có thể sẽ bất lợi. Tôi không dám chắc chắn về câu nói này vì có rất nhiều biến số liên quan. Một quy mô vốn có thể là tối ưu trong trường hợp thị trường và hoạt động kinh doanh này có thể là tối ưu nhiều hơn hay ít hơn trong trường hợp khác. Có vài lần trước đây, tôi cảm thấy về ngắn hạn thì quy mô nhỏ hơn sẽ có lợi nhưng có nhiều lần khác, tình huống trái ngược lại đúng.

Tuy nhiên, với tình trạng hiện nay, tôi cảm thấy quy mô lớn hơn sẽ có hại với lợi nhuận tương lai hơn là có ích. Điều này có thể không đúng với lợi nhuận của chính tôi, nhưng có thể lại đúng với lợi nhuận của mọi người.

Vì vậy, trừ khi có vẻ tình huống thay đổi (dưới một số điều kiện nhất định, việc tăng vốn sẽ cải thiện lợi nhuận đầu tư) hay trừ phi các thành viên góp vốn mới có thể mang thêm tài sản cho Công ty Hợp danh chứ không chỉ đơn giản là vốn đầu tư, thì tôi định sẽ không nhận thêm thành viên góp vốn vào BPL.

Cách duy nhất đề làm chính sách này hiệu quả là áp dụng cho toàn bộ công ty và tôi đã thông báo cho Susie rằng nếu chúng ta có

thêm con cái thì cô ấy nên tìm một vài hợp đồng góp vốn khác cho chúng.

Bởi vì tôi dự đoán rằng các khoản tiền rút về (với lý do về thuế, bên cạnh các lý do khác) có thể được bổ sung bởi các thành viên góp vốn hiện tại và cũng bởi tôi thấy độ dốc của đường cong lợi nhuận kỳ vọng chỉ thay đổi rất ít khi nguồn vốn tăng lên, nên hiện giờ tôi không thấy có lý do gì để giới hạn nguồn vốn bổ sung từ các thành viên góp vốn hiện tại.

Những người có hiểu biết về y học có thể sẽ coi toàn bộ phần này là bằng chứng thuyết phục cho sự ra đời của một loại thuốc hiệu nghiệm chống hoạt động quá mức.

Tóm lược

Rõ ràng, có rất nhiều lợi thế khi đầu tư với số vốn khiêm tốn. Các công ty nhỏ, ít tên tuổi và chưa được đầu tư nhiều thường được định giá ít hiệu quả nhất và đó chính là mảnh đất màu mỡ cho các cơ hội đầu tư. Sanborn Map và Dempster Mill, nơi Buffett đã đầu tư rất nhiều vốn của Công ty Hợp danh vào đó trong những năm đầu, ngày nay sẽ được coi là các công ty vốn hóa nhỏ. Theo thời gian, các cơ hội của quy mô này trở nên quá nhỏ. BPL không thể đặt đủ vốn vào chúng để đạt được mức lợi nhuận có tác động đáng kể tới lợi nhuận tổng thể. Tuy nhiên, các nhà đầu tư cá nhân sẵn sàng tự đánh giá và nghiên cứu thường có thể tập trung vào các công ty này và tìm thấy giá trị trong hầu hết các môi trường thị trường.

Tuy nhiên, sau khi quỹ vượt qua một ngưỡng quy mô nhất định, chu kỳ thị trường sẽ có tác động lớn hơn lên lợi nhuận tiềm năng và khả năng tìm được đủ số lựa chọn đầu tư thích hợp của một nhà đầu tư. Buffett nhấn mạnh rằng chính môi trường thị trường, hơn là quy mô vốn ông quản lý, mới khiến ông gặp khó khăn trong việc tìm kiếm ý tưởng đầu tư. Ý tưởng rằng thị trường sẽ xoay quanh giữa lạc quan và bi quan, cũng như tính sẵn có của các cơ hội đầu tư tốt, sẽ là chủ đề của chương tiếp theo. Trong khi Ngài Thị trường dao động giữa lòng tham và nỗi sợ thì Buffett vẫn luôn kiên định với các nguyên tắc đầu tư của mình dù thị trường thế nào và chỉ đầu tư khi ông thấy nó

hợp lý. Như chúng ta sẽ thấy, các thị trường sẽ luôn xoay quanh các nguyên tắc đầu tư, và không bao giờ đi lạc theo đường khác.

CHƯƠNG 13

ĐI NHANH HAY ĐI CHẬM

"Tôi thà chịu tổn thất do quá thận trọng còn hơn đối mặt với những hậu quả của sai lầm, có lẽ là thua lỗ vĩnh viễn, khi áp dụng một triết lý 'Kỷ nguyên mới' mà cho rằng cây thực sự có thể vươn lên tận trời xanh."

– NGÀY 20 THÁNG 2 NĂM 1960

Jerry Tsai, một người Mỹ gốc Trung 29 tuổi làm việc ở Fidelity trong suốt 5 năm qua, đã đánh dấu sự khởi đầu của một bình minh mới cho các quỹ tương hỗ của Mỹ vào năm 1957. Năm đó, Quỹ Fidelity Capital của ông đã mở ra một phong cách đầu tư mới hoàn toàn khác biệt với phong cách thận trọng thông thường của các nhà quản lý đầu tư tiền nhiệm. Tsai, người mà nhanh chóng nổi tiếng với "sự nhanh trí như mèo" và khả năng làm đảo lộn thị trường ngắn hạn, đã phá vỡ phong cách quản lý quỹ đầu tư thông thường bằng việc tập trung vào các công ty tăng trưởng có tính đầu cơ – Xerox, Polaroid, Litton Industries, ITT, v.v. – các công ty mà những nhà quản lý quỹ trước đây cho rằng hoàn toàn không có triển vọng, rủi ro và không thể đầu tư được. Vào thời điểm đó, các hoạt động của ông được cho là giống đánh bạc hơn là đầu tư, nhưng xu hướng của thị trường về rủi ro chỉ bắt đầu ngấm dần sau khi hầu như bất động từ thời kỳ suy thoái. Ở đây, Jerry Tsai đã đúng khi đưa ra một sản phẩm đầu tư mới cho những người có khẩu vị đầu cơ đang dần trỗi dậy. Chúng được gọi là các quỹ thành tích.

Nếu ai đó có thể được coi là hình ảnh đối lập của Buffett trong những năm tháng của Công ty Hợp danh, thì đó sẽ là Jerry Tsai. Cả hai đều bắt đầu hoạt động đầu tư vào nửa cuối những năm 1950 và đều rời khỏi vào cuối những năm 1960, nhưng còn các mặt khác thì họ gần như hoàn toàn khác nhau, đặc biệt khi nói về phương pháp của họ, lợi nhuận cá nhân và lợi nhuận của những người đầu tư cùng họ. Nếu Buffett ôm hôn mấy đứa nhóc, thì Tsai lại đi trộm kẹo mút của chúng.

Việc so sánh hai người đàn ông này sẽ giúp chúng ta có cái nhìn sâu sắc về môi trường mà BPL hoạt động trong suốt những năm 1950 và 1960, qua đó cho thấy Công ty Hợp danh đặc biệt thế nào và làm nổi bật các khía cạnh độc đáo trong hành động cũng như quá trình suy nghĩ của Buffett.

Vào cuối những năm 1950, giới đầu tư mà trước đây từng quan tâm đến việc mua cổ phiếu trực tiếp đã thay đổi sở thích của họ sang các quỹ tương hỗ; thuận lợi cho ngành này quá lớn. Vào năm 1946, Fidelity chỉ quản lý 13 triệu đô la, nhưng tính tới năm 1966, tài sản của nó đã lên tới 2,7 tỷ đô la. Do thị trường giá lên mạnh xuất hiện vào những năm 1960, nên thời kỳ này được gọi là năm Đi Nhanh, bởi tính chất tiết tấu nhanh, điên cuồng của nó. Việc chọn đúng thời điểm cho quỹ mới của Jerry Tsai và phong cách đầu cơ mà ông tán thành đã kết hợp với sợ thay đổi sở thích của giới đầu tư để đưa quỹ, sự nghiệp và danh tiếng của ông lên một tầm cao mới. Đây là nền tảng đầu tư trái ngược với những gì Công ty Hợp danh Buffett đang cố gắng vận hành một cách thận trọng và chủ yếu theo phong cách đầu tư của Ben Graham. Vào thời điểm đó, người thường sẽ nói rằng chính Jerry Tsai mới là người đi tiên phong; còn Buffett chỉ là một nhà đầu tư vô danh.

Bước đi cùng BPL

Như chúng ta biết, Công ty Hợp danh của riêng Buffett đi vào hoạt động từ tháng 5 năm 1956. Vào thời điểm đó, ông và Tsai đều nhìn vào cùng một thị trường nhưng thấy hai thứ khác nhau. Chỉ số Dow gần như tăng gấp đôi từ mức rất thấp trong ba năm suy thoái trước đó và thật khó để coi nó là hấp dẫn. Trong thực tế, chính Graham đã bày tỏ trước Ủy ban Fullbright của Thượng viện Mỹ vào năm 1955 rằng thị trường đang lên quá cao. Nhìn chung Buffett cũng quan ngại vấn đề này nhưng, với số vốn khiêm tốn trong những năm đầu, có nhiều cơ hội đầu tư để lựa chọn hơn còn ý tưởng của ông thì rất nhiều. Trong thập kỷ tiếp theo, khi giá cổ phiếu càng lên cao thì ông càng quan ngại sâu sắc hơn.

Điều này đến từ bức thư đầu tiên của ông vào năm 1956:

Quan điểm của tôi là thị trường chung đang được định giá cao

hơn giá trị nội tại. Quan điểm này liên quan tới các chứng khoán blue-chip. Nếu chính xác, quan điểm này sẽ có thể làm giảm đáng kể toàn bộ giá cổ phiếu, dù có bị định giá thấp hay không. Trong mọi trường hợp, tôi nghĩ rất khó có khả năng các mức thị trường hiện tại sẽ được coi là rẻ trong 5 năm tới.

Nhưng hết năm này tới năm khác, thị trường tiếp tục tăng trường và tài sản của BPL gia tăng không ngừng. Các ý tưởng mới trở nên khan hiếm hơn còn Buffett cũng ngày càng quan ngại hơn. Suốt những năm 1950 tới giữa những năm 1960, thị trường tăng trưởng mạnh hơn mức tăng các giá trị cơ bản của các doanh nghiệp Mỹ, tạo nên yếu tố mang tính đầu cơ mà không thể tồn tại lâu dài – Buffett biết rằng bất kỳ lúc nào, một sự điều chỉnh cũng có thể xảy ra. Dù không hề biết khi nào nó sẽ tới, nhưng ông thực sự muốn các thành viên góp vốn sẵn sàng cho điều khó tránh khỏi đó.

Trong suốt một thập kỷ, lời cảnh báo của Buffett mới chỉ dừng ở lời nói, nhưng khi năm 1966 tới mang theo một mức tăng thị trường hoàn toàn mới, cuối cùng ông cũng buộc phải hành động. Bước đầu tiên của ông là thông báo rằng ông không tiếp nhận thành viên góp vốn mới nữa – bởi đã đủ khó khăn để vận hành nguồn vốn của các thành viên góp vốn hiện tại rồi. Sau đó, vào mùa thu năm 1967, ông thực hiện bước tiếp theo khi giảm một nửa mục tiêu lợi nhuận cao hơn chỉ số Dow 10% của Công ty Hợp danh và cảnh báo rằng ông sẽ khó có thể kiếm được mức lợi nhuận tuyệt đối cao hơn 9% trong bất kỳ năm nào. Tính đến thời điểm đó, lãi suất vốn trung bình của BPL là 29,8% mỗi năm; giờ Buffett lại cho rằng họ sẽ khó có thể đạt được gần mức đó. Trong bức thư thông báo về việc giảm mục tiêu lợi nhuận, giọng điệu của ông khi nhắc tới thị trường chung đã trở nên rất nghiêm trọng.

Trong khi bảo các thành viên góp vốn rằng ông hiểu nếu họ muốn tìm nơi khác tốt hơn để đầu tư, khi kỳ vọng lợi nhuận giảm đi (và một số người thực sự đã rút vốn), thì lợi nhuận thực tế ông đạt được lại không phản ánh quan ngại đó. Lãi vốn chỉ riêng trong năm 1968 là 58,8% – mức cao nhất ông từng đạt được. Đây không chỉ là năm có mức lợi nhuận phần trăm cao nhất của ông, mà nó còn xảy ra vào thời điểm khi ông phải quản lý số vốn lớn nhất. Lợi nhuận trong năm 1968 là 40 triệu đô la. Chỉ trong hai năm ngắn ngủi, tài sản của BPL lại một lần nữa tăng gấp đôi. Trong khi thành tích thời điểm đó rất tốt, thì ông lại cạn kiệt ý tưởng đầu tư thích hợp. Trong khi các thành

viên góp vốn chẳng hề biết điều này, thì sự kết thúc đã rất cận kề. “Có một điều mà dù tôi nhấn mạnh đến đâu cũng không đủ, đó là hiện tại số lượng và chất lượng của các ý tưởng đầu tư luôn ở mức thấp – nguyên nhân từ các yếu tố tôi đã nhắc tới trong bức thư ngày 9 tháng 10 năm 1967 của mình, phần lớn các yếu tố đó đều đã mạnh hơn kể từ lúc đó.”

Các tập đoàn

Một khía cạnh của môi trường thị trường những năm cuối 1960 khiến cho BPL thiếu các ý tưởng đầu tư mới là sự ra đời và phát triển của các tập đoàn lớn – Litton, Teledyne, Textron, ITT, v.v. – một số vẫn tồn tại tới tận hôm nay. Mô tả của John Brook về thời kỳ này, những năm Đi Nhanh, đã tổng kết cách ra đời không theo nguyên tắc nào của chúng: “Trong những năm 1960, khi Phố Wall tăng trưởng nhanh nhờ vào cuộc cách mạnh biến nó trở thành thị trường chứng khoán đại chúng đúng nghĩa đầu tiên trong lịch sử thế giới, yếu tố mới quan trọng trong giao dịch chứng khoán là tính ngờ nghệch về tài chính và kế toán của hàng triệu nhà đầu tư mới.”

Brooks đang nói một phần về hiện tượng mới xuất hiện phần nhiều trong thập kỷ này, tỷ số giá trên thu nhập (PE), được tính bằng cách chia giá cổ phiếu của một công ty cho thu nhập nó mang lại. Chẳng hạn, báo cáo tài chính cuối năm 1961 của Sanborn Map và Berkshire Hathaway thậm chí còn không hề báo cáo thu nhập trên cơ sở mỗi cổ phiếu. Nhược điểm chính của PE khi làm công cụ đầu tư là toàn bộ giả định được sử dụng trong phương pháp chiết khấu dòng tiền là ngầm định chứ không phải rõ ràng, tức là mức tăng trưởng dòng tiền giả định và khoản đầu tư cần để tài trợ cho mức tăng trưởng đó không được phân biệt rõ ràng. Hai công ty có thể có cùng tỷ số PE là 10 lần nhưng tạo ra kết quả khác xa nhau. Về bản chất, PE không phải là một thước đo tệ hại, nó chỉ mà một thước đo thực sự “cùn.” Tôi nghĩ nó giống như sử dụng bút Magic Marker để ghi chép – tại sao phải làm vậy khi bạn có thể sử dụng bút máy thông thường?

Dù thế nào, thì tỷ số PE cũng trở nên thịnh hành và các tập đoàn sớm phát hiện ra rằng họ có thể sử dụng nó để đánh lừa thị trường trong một thời gian. Họ khám phá ra rằng họ có thể mua lại các công ty có tỷ số PE thấp và cổ phiếu của chúng sẽ tăng giá bởi nó có tỷ số

PE cao hơn – khoản thu nhập bổ sung cũng được vốn hóa ở mức cao hơn. Bạn có thể hình dung rằng chẳng hạn khi hai công ty có quy mô bằng nhau sáp nhập lại, một công ty có PE là 10 còn công ty kia là 20, công ty kết hợp này sẽ giao dịch ở mức trung bình kết hợp, PE là 15. Đây là điều thường xảy ra, nhưng trong nhiều năm tháng đầu tiên của những tập đoàn này, thị trường đã bị đánh lừa để tư duy theo cách khác.

Điều này liên quan tới nhóm "diễn viên" ngây thơ thứ hai mà Brooks nhắc tới, các kế toán. Thông qua nhiều phương pháp kế toán khác nhau được sử dụng khi một công ty mua lại một công ty khác không còn hoạt động nữa, cũng như việc sử dụng một số loại chứng khoán hỗn hợp[(77)] nhất định mà tại thời điểm đó, chúng không thể được tính là cổ phiếu lưu hành của công ty như hiện tại, các tập đoàn có thể báo cáo các khoản lợi nhuận lớn hơn nhiều từ các thương vụ mua lại của họ so với quy định hiện nay. Sau đó, các quy tắc này đã được thay đổi, nhưng các tiêu chuẩn kế toán trong những năm Đi Nhanh đó kết hợp với trò lừa gạt qua tỷ số PE đã tạo ra động cơ rất lớn cho các công ty để đẩy giá cổ phiếu của mình thông qua mua bán và sáp nhập. Họ thường mua lại các doanh nghiệp có PE thấp mà Buffett cũng sẽ quan tâm tới. Chỉ riêng trong năm 1968, 4.500 doanh nghiệp Mỹ được sáp nhập, gấp 3 lần bất kỳ năm nào của thập kỷ qua.

Trong khi cách định giá đơn giản và nguyên tắc kế toán tệ hại đang lừa dối công chúng, thì Buffett đã nhìn thấu được nó và thấy kinh sợ. Với phong cách đầy màu sắc của mình, ông đã vạch trần bản chất của nó.

Trò này đang được chơi bởi những người cả tin, tự huyễn và những ai có óc hoài nghi. Để tạo ra những ảo tưởng đúng đắn, nó thường cần tới những phép kế toán méo mó (một doanh nhân cấp tiến bảo tôi rằng ông tin vào các trò "kế toán giàu trí tưởng tượng và đầy táo bạo"), các thủ đoạn vốn hóa thị trường và sự ngụy trang bản chất thực sự của các doanh nghiệp hoạt động liên quan. Sản phẩm cuối cùng rất phổ biến, đáng kính và vô cùng sinh lời (Tôi sẽ để các nhà triết học xem xét nên đặt những tính từ đó theo thứ tự nào.)

Ông tiếp tục thừa nhận rằng dù rất vô lý nó cũng đang gián tiếp giúp tăng thành tích của BPL nhưng lại lấy đi hết các ý tưởng đầu tư hay tại thời điểm đó.

Thành thật mà nói, thành tích của chúng ta đã được cải thiện đáng kể gián tiếp nhờ vào tác dụng phụ của những hoạt động này. Để tạo ra vòng lợi nhuận mở rộng liên tục cần tăng số lượng vật liệu thô trong công ty và điều này đã dẫn tới sự ra đời của nhiều cổ phiếu về bản chất là rẻ (và không quá rẻ). Khi trở thành chủ sở hữu của các cổ phiếu đó, chúng ta đã hưởng những phần thưởng của thị trường sớm hơn cả khi nó có thể. Tuy nhiên, khẩu vị cho những công ty đó thường làm giảm số lượng các khoản đầu tư cơ bản hấp dẫn còn tồn tại... Dù vậy, mọi người sẽ nhận ra rằng phương pháp "Hoàng đế cởi truồng này" mâu thuẫn (hoặc bị để ngoài tai bởi các câu "Thế thì sao?" hay "Cứ tận hưởng đi") với quan điểm của hầu hết các nhà ngân hàng đầu tư và các nhà quản lý đầu tư thành công hiện nay. Chúng ta sống trong một thế giới đầu tư, không chỉ có những người tin vào lời thuyết phục hợp lý mà còn những người hay hy vọng, cả tin và tham lam, chộp lấy một cái cớ để tin vào.

Vào tháng 5 năm 1969, với gần 100 triệu đô la trong tài sản của BPL, và rất nhiều ý tưởng đầu tư còn lại đang dần bị các tập đoàn kia lấy mất (hoặc kéo theo những gì họ đang sở hữu), ông thông báo ý định giải thể Công ty Hợp danh. Năm 1969 hóa ra lại thành một năm cuối cùng khá nhạt nhòa, làm Buffett rất thất vọng tới mức phải nói rằng:

. . . Tôi chắc sẽ tiếp tục điều hành Công ty Hợp danh vào năm 1970, hay thậm chí năm 1971, nếu tôi có một vài ý tưởng đầu tư "loại 1." Không phải bởi vì tôi muốn, mà đơn giản bởi tôi thà kết thúc bằng một năm tốt đẹp còn hơn một năm tệ hại. Tuy nhiên, tôi chỉ không thấy điều gì có sẵn có thể cho chúng ta hy vọng về một năm tốt đẹp như vậy và tôi cũng không muốn phải mò mẫm xung quanh, hy vọng "may mắn" sẽ mỉm cười với tiền bạc của người khác. Tôi không hài lòng với môi trường thị trường này và tôi không muốn hủy hoại thành tích kha khá bằng việc cố chơi một trò mà tôi còn chẳng hiểu, để tôi có thể ra đi như một người anh hùng.

Bước đi cùng Quỹ Capital

Giờ chúng ta hãy quay lại với Jerry Tsai và nhìn vào khoảng thời gian đó dưới góc nhìn của ông với vai trò nhà quản lý của Quỹ Fidelity Capital, bạn sẽ nhớ lại rằng Quỹ này được bắt đầu vào

năm 1957 cùng thời điểm với Công ty Hợp danh. Tsai nhìn thị trường trong những năm đó dưới góc độ khác biệt một phần do phương pháp của ông hoàn toàn khác biệt với phương pháp của các nhà đầu tư giá trị. Trong từ vựng của Graham và Buffett, thì ông là một nhà đầu cơ. Khi một nhà giao dịch lướt sóng tập trung vào những cái tên quyến rũ và đà chuyển động của giá, thì ông lại khoe khoang về việc nắm giữ và bán cổ phiếu chỉ trong tích tắc. Đó là cách ông ta được huấn luyện. Thầy giáo và cũng là sếp của ông tại Fedelity, Ed Johnston II, từng mô tả phương pháp của họ như thế này: "Chúng tôi không muốn cảm thấy rằng chúng tôi phải 'kết hôn' với một cổ phiếu khi chúng tôi mua nó. Bạn có thể nói rằng chúng tôi thích nghĩ quan hệ của chúng tôi như 'hôn nhân có thỏa thuận.' Nhưng từ đó cũng chưa diễn tả đủ. Có thể lúc này hay lúc khác, chúng tôi sẽ muốn 'ngoại tình' – hay thậm chí, thỉnh thoảng, 'tình vài đêm.'" Trong khi Buffett luôn nhìn vào các giá trị cơ bản của doanh nghiệp để tìm hiểu giá trị nội tại của chúng và sẵn sàng giữ chúng trong thời gian dài, thì Tsai lại nhìn các đồ thị cổ phiếu và các chỉ số kỹ thuật để ra các quyết định của mình. Nó cũng hiệu quả với Tsai... trong một lúc.

Bằng việc khôn ngoan mua rồi bán cổ phiếu, khuấy đảo số vốn của mình qua các ý tưởng đầu tư khác nhau ở mức lợi suất hơn 100% mỗi năm (một mức lợi suất cao lạ thường tại thời điểm đó), Tsai đã tạo ra các mức lợi suất cao trong nhiều năm. Thời điểm quyết định xảy ra vào đầu năm 1962 khi thị trường giảm mạnh 25%, kéo theo danh mục cổ phiếu đang "bay cao" của ông cùng đi xuống.

Với tinh thần cạnh tranh bền bỉ, Buffett đã vạch trần thành tích thực sự của Tsai trong bức thư giữa năm của mình:

Bị thiệt hại nặng nề trong sáu tháng đầu năm nay là các quỹ "tăng trưởng", mà hầu như không có ngoại lệ, đi xuống còn mạnh hơn cả chỉ số Dow. Ba quỹ "tăng trưởng" lớn nhất (từ giờ, dấu ngoặc kép sẽ được dùng nhiều hơn) với thành tích xuất sắc trong vài năm trước, Quỹ Fidelity Capital, Quỹ Putnam Growth và Quỹ Wellington Equity trung bình ở mức âm 32,3% trong sáu tháng đầu năm nay. Thật công bằng khi chỉ ra rằng do các thành tích xuất sắc của họ trong các năm 1959-1961, nên thành tích tổng thể của họ cho đến nay vẫn trên mức trung bình, cũng như vẫn có thể như thế trong tương lai. Tuy nhiên, trớ trêu thay thành tích vượt trội lúc trước khiến nhiều nhà đầu tư đổ xô đầu tư vào họ tới mức số người phải nếm mùi "trái đắng" thành tích tệ hại trong năm nay nhiều hơn

nhiều số người được hưởng thụ những “trái ngọt” trong những năm trước đây. Điều này càng xác nhận giả thuyết của tôi rằng thành tích đầu tư phải được đánh giá trong thời gian dài cả lúc thị trường đi lên lẫn đi xuống. Và vẫn tiếp tục có cả hai thị trường này; một điểm mà giờ có lẽ được hiểu thấu đáo hơn sáu tháng trước.

Tsai cố gắng giảm bớt ảnh hưởng của đợt suy thoái đầu năm 1962. Sau đó, ông đưa thêm 28 triệu đô la vào hoạt động trong tháng 10 năm đó. Toàn bộ quỹ tăng trưởng ngoạn mục tới 68% vào cuối năm khi thị trường hồi phục. Có vẻ Tsai đã quá quen thuộc với thị trường này rồi. Ông đã để lại dấu ấn của mình. Thị trường giá lên vẫn nguyên vẹn và việc chọn thời điểm của ông là hoàn hảo. Năm 1965 lại là một năm xuất sắc khi lợi nhuận của ông tăng gần 50% trong khi chỉ số Dow tăng 14,2%. Các quỹ thành tích vẫn giữ vững vị trí là một thể loại mới đang nổi còn Tsai thì trở thành ngôi sao. Đó là thời điểm để ông kiếm tiền từ danh tiếng của mình.

Ông rời khỏi Fidelity để bắt đầu công ty quản lý đầu tư riêng của mình ở New York. Ông sống trong một dãy phòng xa xỉ tại Khách sạn Regency và đặt trụ sở công ty tại một chuỗi các văn phòng phô trương ở số 680 đại lộ Công viên xa xỉ. Tsai đã trở nên quá nổi tiếng trong giới đầu tư tới mức khi ông mở quỹ mới của mình cho các nhà đầu tư vào năm 1966, ông đã huy động được gần gấp 10 lần số vốn ông kỳ vọng. Mức vốn khởi đầu tốt là 25 triệu đô la; Tsai đã khởi đầu “Quỹ Manhattan” với số vốn tới 247 triệu đô la, một khoản huy động vốn kỷ lục.

Thật không may, việc căn thời gian của ông, dù trước đó rất hoàn hảo, lại không tốt như mong đợi. Quỹ Manhattan bắt đầu giao dịch vào tháng 2 năm 1966, đúng vào tháng chỉ số Dow đạt mức cao kỷ lục trong thập kỷ. Không có gì ngạc nhiên, thành tích của Tsai đã “bốc hơi” cùng với đà tăng của thị trường. Tuy nhiên, danh tiếng của ông tại thời điểm đó lớn tới mức các nhà đầu tư tiếp tục đổ thêm 250 triệu đô la vào khoản huy động vốn ban đầu trong suốt mùa hè năm 1968, bất chấp thành tích tệ hại của quỹ. Sau đó, có lẽ do đã thấy rõ rằng phong cách đầu tư của ông không còn phù hợp với thị trường không có đà thay đổi giá, nên Tsai đã khôn ngoan khi quyết định bán công ty. Mùa thu năm đó, với hơn 500 triệu đô la trong tổng số tài sản, công ty mẹ sở hữu Quỹ Manhattan được bán với giá 27 triệu đô là và Tsai ra đi với tư cách một người giàu có. Đáng buồn thay, các nhà đầu tư của ông không từ biệt vui vẻ như thế. Quỹ tiếp tục mất đi

90% giá trị của mình trong vài năm tiếp theo.

Kết quả khác nhau

Mặc dù Buffett không hề biết thời điểm xảy ra hay mức độ thua lỗ mà các nhà đầu tư của Tsai phải chịu, nhưng ông vẫn không bị đánh lui bởi phong cách đầu tư "thời thượng" này. Trong suốt thập kỷ, ông đã nói rõ rằng ông cảm thấy nó rất dễ kết thúc trong tồi tệ, nhưng chỉ không biết khi nào xảy ra. Ông đã cố gắng hạ thấp kỳ vọng của mọi người từ lúc bắt đầu, đặc biệt với các thành viên góp vốn của chính ông. Một lần nữa ông lại vạch trần Tsai, lần này thì chỉ đích danh, trong bức thư giữa năm của ông vào tháng 7 năm 1968 (nhớ rằng chỉ vài tháng sau, Tsai đã bán quỹ đầu tư của mình). Như Buffett nói,

Gần đây, một số quỹ "Đi Nhanh" đó đã được cải tên thành các quỹ "Đi Chậm." Chẳng hạn, Quỹ Manhattan của Gerald Tsai, có lẽ là phương tiện đầu tư tích cực nổi tiếng nhất thế giới, đã đạt thành tích âm 6,9% trong năm 1968. Mặc dù rất nhiều đơn vị đầu tư nhỏ hơn tiếp tục đạt thành tích tốt hơn đáng kể thị trường trong năm 1968, nhưng không là gì so với số lượng trong các năm 1966 và 1967... Công ty quản lý đầu tư này, mà tôi từng trừng phạt nghiêm khắc vì "hôn mê quá sâu", giờ đã mắc chứng tăng huyết áp cấp tính trong nhiều quý... Khi được thực hiện bởi số lượng lớn và ngày càng tăng những người có động lực cao với các khoản đầu tư lớn vào một số lượng hạn chế các chứng khoán phù hợp, kết quả sẽ thật khó lường. Phần nào cũng thật hấp dẫn để quan sát nhưng cũng không kém phần kinh hãi.

Dù Buffett và Tsai đều rời khỏi quỹ của mình vào những năm 1960 với khoản tiền gần 30 triệu đô la, nhưng tiền Tsai nhận được là từ việc bán quỹ của mình trong khi Buffett đơn giản chỉ nhận cổ phần của ông trong số vốn của Công ty Hợp danh – từ khi bắt đầu, ông đã bỏ lại gần như toàn bộ khoản phí thành tích của ông vào Công ty Hợp danh, nơi mà ông đầu tư cùng những người khác. Chắc chắn, ông có thể kiếm thậm chí còn nhiều hơn nếu cũng quyết định bán Công ty Hợp danh nhưng thay vào đó, ông lại chọn giải thể quỹ. Rõ ràng, ông có cơ hội nhưng ông lại khước từ. Khi làm như vậy, Buffett vẫn duy trì được việc thống nhất động cơ của ông và lợi ích của các thành viên

góp vốn – điều mà ông nghĩ là quan trọng nhất. Ông kiếm tiền cùng họ, chứ không phải từ họ. Việc giải thể và không bán quỹ đơn giản là một quyết định đúng đắn để thực hiện. Nếu không nghĩ mình nên đầu tư, thì sao ông nên bảo họ làm vậy chứ?

Sự thống nhất đáng chú ý giữa động cơ của ông và các thành viên góp vốn đã khiến ông luôn hoạt động và giao tiếp một cách trung thực và minh bạch, điều mà tất cả các nhà tư vấn và ủy thác đầu tư tốt nên làm. Bằng cách nói thẳng về các triển vọng đối với Công ty Hợp danh và hành động vì lợi ích tốt nhất cho các thành viên góp vốn thậm chí khi nó đi ngược lại động cơ tài chính của ông với tư cách thành viên hợp danh, một lần nữa Buffett lại chứng minh mình là một nhân vật xứng đáng làm gương cho ngành dịch vụ tài chính này.

IQ xúc cảm

Bên cạnh các bài học về tính chính trực, có một bài học quan trọng khác từ việc lựa chọn các bài bình luận của Buffett này. Thông qua nghiên cứu kỹ hành vi của ông trong chu kỳ thị trường, chúng ta có thể thấy chính phương pháp của chúng ta, chứ không phải nguyên tắc, nên thay đổi ra sao khi môi trường thị trường đi xuống và tiếp diễn. Khi các cơ hội đầu tư vốn dần cạn kiệt lúc thị trường giá lên đang chín muồi, thì việc "khiêu vũ chỉ vì nhạc vẫn chơi" là một sai lầm. Đó chính là giá trị của điểm thuận lợi lịch sử của chúng ta khi là những độc giả hiện đại. Bằng cách đọc lướt các bức thư được viết trong suốt 12 năm (theo cách tương tự như xem ảnh tua nhanh), chúng ta có thể thấy Buffett luôn hợp lý và kiên định với các nguyên tắc đầu tư của chính ông như thế nào trong khi những người khác bắt đầu tin rằng cây thực sự có thể vươn lên tận trời xanh.

Điều này nhắc nhở chúng ta về các lợi ích rõ ràng của việc duy trì kỷ luật và sẵn sàng tự mình suy nghĩ – thường là ngược lại đám đông. Nhiều người thấy các khái niệm của Graham – coi cổ phiếu như là các doanh nghiệp và Ngài Thị trường – rất hợp lý về mặt lý thuyết. Tuy nhiên, nói chuyện về chiến lược đầu tư giá trị thì khác xa việc thực sự thực hành nó. Nếu dễ dàng, thì ai cũng làm được rồi. Các bức thư cung cấp cho chúng ta một lộ trình và hình mẫu để có thể giúp biến lý thuyết suông thành thực hành. Chúng sẽ cho chúng ta những tiêu chuẩn: không phải là điều chúng ta hy vọng sẽ làm, hay thậm chí điều

chúng ta muốn làm, mà là điều chúng ta biết mình phải làm, dù môi trường đầu tư có như thế nào chăng nữa. Khi con đường rõ ràng, chúng ta tiến bước còn khi nó không chắc chắn, chúng ta không đầu tư. Không có ngoại lệ. Buffett, nhà đầu tư giá trị vĩ đại nhất thời đại của chúng ta, đã khắc ghi những nguyên tắc cơ bản của ông vào đá trước khi Công ty Hợp danh ra đời và thị trường đơn giản chỉ luôn chuyển động xung quanh ông. Để một ý tưởng đầu tư đáp ứng tiêu chuẩn của ông, thì ông phải hiểu thấu đáo nó còn nó phải được định giá đúng mức. Nếu không, ông sẽ để nó trôi qua.

Buffett đảm bảo các thành viên góp vốn của ông hiểu rõ rằng các tiêu chuẩn của ông sẽ không bị dao động khi nói tới phương pháp cơ bản của mình:

. . . Chúng ta sẽ không đi theo phương pháp đầu tư chứng khoán phổ biến là cố gắng dự đoán hành động thị trường thay cho việc định giá doanh nghiệp. Chiến lược đầu tư "thời thượng" này thường tạo ra các mức lợi nhuận lớn và nhanh chóng trong những năm gần đây (và hiện tại khi tôi viết bức thư này vào tháng 1). Nó đại diện cho một kỹ thuật đầu tư mà tôi không thể khẳng định hay phủ nhận tính hợp lý của nó. Nó không hoàn toàn thỏa mãn sự hiểu biết của tôi (hay có lẽ cả định kiến của tôi), và chắc chắn không hợp với tính khí của tôi. Tôi sẽ không đầu tư tiền của mình dựa vào phương pháp như vậy, vì vậy, chắc chắn tôi sẽ không làm vậy với tiền của mọi người.

Vào cuối những năm tháng của Công ty Hợp danh, ông đã "ra đi" theo một cách đáng ngưỡng mộ và tôn trọng các nguyên tắc của mình. Ông không chuyển sang đầu tư vào trái phiếu cho Công ty Hợp danh, ông cũng không chuyển sang tiền mặt, ông đơn giản chỉ dừng chơi. Ông dừng tham gia vào các hoạt động rủi ro đó. Từ mức cao vào cuối năm 1968 tới mức thấp vào năm 1970, chỉ số Dow đã giảm 33%. Sau đó nó tăng trở lại tới một mức cao kỷ lục mới trong tháng đầu tiên của năm 1973 trước khi giảm xuống một mức bất thường 45% vào cuối năm 1974. Ông đã thoát khỏi thị trường một cách hiệu quả trước sự sụp đổ của Nhóm 50[(78)]. Các giá trị trung bình đã che đậy độ sâu của mức sụt giảm – nhiều cổ phiếu giảm giá mạnh hơn nhiều so với cả các kết quả tệ hại của chỉ số Dow. Việc bảo vệ vốn của mình khỏi hai cuộc suy thoái này có tác động lớn tới giá trị tài sản ròng của ông.

Khi nói đến đầu tư, điều quan trọng là đừng”ép buộc nó.” Thị trường sẽ dao động theo chu kỳ của nó. Sẽ có nhiều lúc bạn cảm thấy “bước sai nhịp” với thị trường, giống như Buffett từng cảm thấy vào cuối những năm 1960. Bạn sẽ thấy rằng trong suốt cơn cuồng nộ của thị trường giá lên vào những năm Đi Nhanh, các tiêu chuẩn của ông vẫn rất kiên định trong khi áp lực thành tích khiến tiêu chuẩn của nhiều công ty đầu tư khác quanh ông, thậm chí dù rất tốt, bắt đầu sụp đổ.

Thật khó để giữ vững nguyên tắc của bạn tại đỉnh của chu kỳ thị trường khi mà phương pháp đầu tư giá trị rõ ràng đã không còn hiệu quả và mọi người quanh bạn dường như kiếm tiền thật dễ dàng (đó là lý do tại sao có quá nhiều người làm vậy). Tuy nhiên, nó thường là chiến lược “mua cao, bán thấp.” Buffett đã lập kế hoạch, xây dựng các tiêu chuẩn và bước vào cuộc cạnh tranh, giữ vững sự can đảm trong niềm tin của mình, dù có chuyện gì xay ra.

Bài học từ Thư gửi thành viên góp vốn Đi Nhanh hay Đi Chậm

NGÀY 27 THÁNG 12 NĂM 1956

Quan điểm của tôi là thị trường chung đang được định giá cao hơn giá trị nội tại. Quan điểm này liên quan tới các chứng khoán blue-chip. Nếu chính xác, quan điểm này sẽ có thể làm giảm đáng kể toàn bộ giá cổ phiếu, dù có bị định giá thấp hay không. Trong mọi trường hợp, tôi nghĩ rất khó có khả năng các mức thị trường hiện tại sẽ được coi là rẻ trong 5 năm tới. Tuy nhiên, ngay cả một thị trường giá xuống đầy đủ cũng không thể làm giảm đáng kể giá trị thị trường của các cổ phiếu Tính toán của chúng ta.

Nếu thị trường chung có thể khôi phục lại trạng thái bị định giá thấp, thì nguồn vốn của chúng ta có thể được sử dụng riêng để đầu tư vào các cổ phiếu Tổng quát và có lẽ vài khoản vốn vay sẽ được sử dụng trong hoạt động này tại thời điểm đó. Ngược lại, nếu thị trường

tăng lên đáng kể, chúng ta sẽ giảm bớt các cổ phiếu Tổng quát vì lợi nhuận chỉ phục vụ cho chính chúng và tăng danh mục các cổ phiếu Tính toán.

Tất cả điều trên không có ý ám chỉ rằng việc phân tích thị trường là điều quan trọng nhất trong tâm trí tôi. Dù vào lúc nào, chúng ta cũng sẽ luôn chú trọng vào việc phát hiện các cổ phiếu đang bị định giá thấp đáng kể.

NGÀY 6 THÁNG 2 NĂM 1958

Trong năm vừa qua, giá cổ phiếu đã giảm vừa phải. Tôi nhấn mạnh vào từ "vừa phải" ở đây bởi nếu hay đọc báo hay nói chuyện với những người mới chơi cổ phiếu thì mọi người sẽ có ấn tượng là mức giảm lớn hơn nhiều. Trên thực tế, tôi cảm thấy mức giảm trong giá cổ phiếu nhỏ hơn đáng kể so với mức giảm trong khả năng sinh lợi của các công ty trong các điều kiện kinh doanh hiện tại. Điều này có nghĩa là đại chúng vẫn đang lạc quan về các cổ phiếu blue-chip và bức tranh kinh tế chung. Tôi chẳng cần phải dự đoán về doanh nghiệp hay thị trường cổ phiếu; điều trên chỉ đơn giản nhằm xua tan bất kỳ quan điểm nào tin rằng cổ phiếu đã giảm giá mạnh hay thị trường chung đang ở mức thấp. Tôi vẫn cho rằng thị trường chung đang được định giá ở mức cao dựa trên giá trị đầu tư dài hạn.

Các hoạt động của chúng ta trong năm 1957

Mức suy giảm của thị trường đã tạo ra cơ hội lớn hơn cho các cổ phiếu bị định giá thấp, bởi vậy, nhìn chung, danh mục đầu tư của chúng ta sẽ tập trung các cổ phiếu bị định giá thấp tương đối so với các cổ phiếu Tính toán nhiều hơn năm trước... Vào cuối năm 1956, chúng ta có tỷ lệ giữa các cổ phiếu Tổng quát và cổ phiếu Tính toán là khoảng 70-30. Hiện tại, tỷ lệ này là 85-15.

Trong suốt năm vừa qua, chúng ta đã tham gia vào hai tình huống đầu tư mà đã đạt tới quy mô chúng ta có thể tham gia vào các quyết định của doanh nghiệp. Một vị thế chiếm khoảng 10-20% danh mục đầu tư của nhiều thỏa thuận góp vốn khác nhau còn vị thế kia chiếm khoảng 5%. Cả hai vị thế này sẽ có thể được duy trì trong 3-5 năm nhưng hiện tại dường như chúng có tiềm năng lợi suất hàng năm

trung bình cao với mức rủi ro tối thiểu.

Mặc dù không thuộc nhóm cổ phiếu Tính toán, chúng hầu như không phụ thuộc vào hành động chung của thị trường chứng khoán. Nếu thị trường chung tăng lên đáng kể, thì tôi vẫn kỳ vọng phần này trong danh mục đầu tư của chúng ta sẽ đi sau hành động của thị trường.

NGÀY 6 THÁNG 2 NĂM 1958

Tôi có thể nói chắc chắn rằng danh mục đầu tư của chúng ta có giá trị vào cuối năm 1957 cao hơn vào cuối năm 1956. Điều này vừa do các mức giá cơ bản thấp hơn vừa do việc chúng ta có nhiều thời gian hơn để mua nhiều chứng khoán bị định giá thấp hơn, việc mà chỉ có thể làm được khi đủ kiên nhẫn. Trước đây, tôi từng nhắc rằng vị thế đầu tư lớn nhất của chúng ta chiếm 10-20% tài sản của nhiều thỏa thuận góp vốn khác nhau. Tới đây, tôi dự định nâng vị thế này lên 20% tổng số tài sản của tất cả các thỏa thuận góp vốn, nhưng điều này không thể vội vàng được. Rõ ràng, trong bất kỳ đợt mua chứng khoán nào, mối quan tâm chính của chúng ta là giá cổ phiếu không đổi hay giảm xuống thay vì tăng lên. Do đó, tại bất kỳ thời điểm nào, một phần hợp lý danh mục đầu tư của chúng ta có thể ở giai đoạn không sinh lợi. Dù chính sách này đòi hỏi sự kiên nhẫn nhưng sẽ giúp tối đa hóa lợi nhuận dài hạn.

NGÀY 11 THÁNG 2 NĂM 1959

Một người bạn đang điều hành một quỹ tín thác quy mô trung bình đã viết rằng: "Tính đồng bóng, đặc trưng của người Mỹ, đã tạo ra một thay đổi lớn vào năm 1958 và 'cởi mở' sẽ là từ thích hợp cho thị trường chứng khoán lúc này."

Tôi nghĩ câu trên đã tóm tắt các thay đổi trong tâm lý phổ biến trên thị trường chứng khoán vào năm 1958 ở cả cấp độ đầu tư không chuyên và chuyên nghiệp. Trong năm vừa rồi, gần như mọi lý do đều được dùng để biện minh cho việc "Đầu tư" trên thị trường. Chắc chắn có nhiều người đồng bóng trên thị trường hiện tại hơn những năm

sắp tới và thời gian họ ở lại thị trường sẽ phụ thuộc vào việc họ còn nghĩ có thể đạt được lợi nhuận nhanh chóng mà chẳng cần cố gắng trong bao lâu nữa. Mặc dù chẳng thể biết bao lâu nữa họ vẫn còn tiếp tục thêm số vào thứ bậc của mình và do đó kích thích đà tăng của giá, tôi vẫn tin rằng họ càng ở lâu thì phản ứng của giá chứng khoán càng mạnh hơn.

NGÀY 20 THÁNG 2 NĂM 1960

Hầu hết mọi người đều biết rằng tôi đã rất e sợ về các mức giá thị trường chứng khoán chung trong vài năm. Cho đến nay, sự cẩn trọng này không còn cần thiết nữa. Theo các tiêu chuẩn trước đây, mức giá hiện tại của các chứng khoán blue-chip có chứa yếu tố đầu cơ đáng kể cùng với mức rủi ro thua lỗ tương ứng. Có lẽ, các tiêu chuẩn định giá đang phát triển và sẽ thay thế các tiêu chuẩn cũ mãi mãi. Nhưng tôi không nghĩ vậy. Tôi có thể hoàn toàn sai lầm; tuy nhiên, tôi thà chịu tổn thất do quá thận trọng còn hơn đối mặt với những hậu quả của sai lầm, có lẽ là thua lỗ vĩnh viễn, khi áp dụng một triết lý “Kỷ nguyên mới” mà cho rằng cây thực sự có thể vươn lên tận trời xanh.

NGÀY 30 THÁNG 1 NĂM 1961

. . . Chẳng có gì bất ngờ khi năm 1960 là một năm thành tích vượt mức trung bình của chúng ta. Trái ngược với mức thua lỗ chung 6,3% của Chỉ số Trung bình, chúng ta đã đạt được mức lợi nhuận là 22,8% từ bảy thỏa thuận góp vốn hoạt động suốt cả năm.

NGÀY 22 THÁNG 7 NĂM 1961

Điểm tôi muốn mọi người hiểu là nếu chúng ta tiếp tục đầu tư trong thị trường tăng trưởng ở mức như nửa đầu năm 1961, tôi không chỉ nghi ngờ rằng chúng ta sẽ không thể vượt qua kết quả của Chỉ số Trung bình Công nghiệp Dow Jones, mà có thể hiệu quả của chúng ta sẽ kém Chỉ số Trung bình.

Các cổ phần của chúng ta, mà tôi luôn tin là thận trọng hơn các danh mục đầu tư chung, sẽ tăng trưởng thận trọng hơn so với mức tăng chung của thị trường. Tôi luôn cố gắng đặt một phần danh mục của chúng ta vào các chứng khoán ít tách biệt khỏi hành vi của thị trường nhất, và phần này sẽ tăng theo mức tăng của thị trường. Dù kết quả có cực kỳ ngon lành với ngay cả một đầu bếp nghiệp dư (và có lẽ đặc biệt là kẻ nghiệp dư), thì chúng ta thấy rằng phần nhiều danh mục đầu tư của ta còn chưa đặt lên bếp.

NGÀY 6 THÁNG 7 NĂM 1962

Bị thiệt hại nặng nề trong sáu tháng đầu năm nay là các quỹ "tăng trưởng" đó, mà hầu như không có ngoại lệ, đi xuống còn mạnh hơn cả chỉ số Dow. Ba quỹ "tăng trưởng" lớn nhất (từ giờ, dấu ngoặc kép sẽ được dùng nhiều hơn) với thành tích xuất sắc trong vài năm trước, Quỹ Fidelity Capital, Quỹ Putnam Growth và Quỹ Wellington Equity trung bình ở mức âm 32,3% trong sáu tháng đầu năm nay. Thật công bằng khi chỉ ra rằng bởi các thành tích xuất sắc của họ trong các năm 1959-1961, nên thành tích tổng thể của họ cho đến nay vẫn trên mức trung bình, cũng như vẫn có thể như thế trong tương lai. Tuy nhiên, trớ trêu thay thành tích vượt trội lúc trước khiến nhiều nhà đầu tư đổ xô đầu tư vào họ tới mức số người phải nếm mùi "trái đắng" thành tích tệ hại trong năm nay nhiều hơn nhiều số người được hưởng thụ những "trái ngọt" trong những năm trước đây. Điều này càng xác nhận giả thuyết của tôi rằng thành tích đầu tư phải được đánh giá trong thời gian dài cả lúc thị trường đi lên lẫn đi xuống. Và vẫn tiếp tục có cả hai thị trường này; một điểm mà giờ có lẽ được hiểu thấu đáo hơn sáu tháng trước.

NGÀY 1 THÁNG 11 NĂM 1962

Sau khi đọc tới đây, các anh có quyền được nghe một báo cáo về những điều chúng ta làm được đến nay trong năm 1962. Trong khoảng thời gian tính tới ngày 31 tháng 10, chỉ số Dow có mức giảm tổng thể là khoảng 16,8%, bao gồm cả các cổ tức được nhận... Trong khi đó, mức tăng tổng thể của Công ty Hợp danh (trước khi bất kỳ khoản thanh toán nào được trả cho các thành viên góp vốn) tính tới

ngày 31 tháng 10 là 5,5%. Con 22,3% vượt mức thị trường này, nếu được duy trì cho đến hết năm nay, sẽ là một trong những khoản tăng trưởng lớn nhất chúng ta từng có. Khoản 60% lợi thế này đạt được bởi các cổ phiếu khác ngoài Dempster trong danh mục đầu tư, và 40% là kết quả của việc giá trị gia tăng tại Dempster.

Tôi muốn tất cả các thành viên góp vốn hiện tại và sau này hiểu rằng các kết quả trên là cực kỳ bất thường và rất ít khi tái diễn, nếu có tái diễn. Thành tích trên chủ yếu nhờ vào việc có một phần lớn tiền của chúng ta đầu tư vào các tài sản được chúng ta kiểm soát và cổ phiếu Tính toán thay vì các cổ phiếu Tổng quát vào thời điểm mà chỉ số Dow đã giảm đáng kể. Nếu chỉ số Dow tăng kha khá vào năm 1962, thì trên cơ sở tương đối, chắc kết quả của chúng ta sẽ tệ hơn nhiều và thành công đến nay trong năm 1962 chắc chắn không phản ánh khả năng phán đoán thị trường của tôi (tôi chưa từng thử), mà chỉ phán ánh việc các mức giá cao của cổ phiếu Tổng quát phần nào buộc tôi phải đầu tư vào các loại cổ phiếu hay khoản đầu tư khác. Nếu chỉ số Dow tiếp tục tăng nhanh như vậy, thì chắc chúng ta sẽ thuộc hạng thấp kém nhất trên thị trường. Chúng ta chắc chắn sẽ có những năm phương thức hoạt động của chúng ta thậm chí còn không bằng được thành tích của chỉ số Dow, mặc dù rõ ràng tôi không trông đợi điều này về dài hạn hay sẽ thừa nhận thất bại và bắt đầu đầu tư theo chỉ số Dow.

Tôi xin kết lại bức thư này với kết luận rằng tôi chắc chắn không muốn bất kỳ ai nghĩ rằng thành tích của vài năm vừa qua sẽ lặp lại; tôi nghĩ thành tích tương lại sẽ thể hiện các mức lợi thế trung bình thấp hơn nhiều so với chỉ số Dow.

NGÀY 18 THÁNG 1 NĂM 1963

Do mức phục hồi mạnh trong vài tháng vừa qua, với thước đo là chỉ số Dow, thị trường chung không có mức suy giảm đáng sợ như nhiều người nghĩ. Từ 731 điểm vào đầu năm, nó đã giảm mạnh xuống còn 535 điểm vào tháng Sáu, và kết thúc ở 652 điểm. Vào cuối năm 1960, chỉ số Dow duy trì ở 616 điểm, do đó mọi người có thể thấy rằng dù thành tích tương đối tốt trong vài năm vừa qua, nhưng giới đầu tư nói chung gần như vẫn giậm chân tại chỗ so với thời điểm trong các năm 1959 hay 1960. Nếu ai đó sở hữu chỉ số Dow trong năm

trước (và tôi tưởng tượng rằng có một số người đóng vai người thành công trong năm 1961 ước gì họ đã làm vậy), thì chắc họ sẽ gặp phải việc giá thị trường sẽ giảm xuống 79,04 hay 10,8%. Tuy nhiên, họ sẽ nhận thêm được cổ tức khoảng 23,30 để nâng thành tích tổng thể từ chỉ số Dow trong năm lên âm 7,6%. Trong khi đó, thành tích tổng thể của chúng ta là +13,9%.

NGÀY 18 THÁNG 1 NĂM 1964

Có vẻ chúng ta đã kết thúc bảy năm béo bở. Với lời xin lỗi tới Joseph, chúng ta sẽ cố gắng bỏ qua kịch bản kinh thánh này. (Tôi chưa từng đi quá xa với ý tưởng Tàu Noah về đa dạng hóa danh mục đầu tư đó.)

Nghiêm túc hơn mà nói, tôi sẽ nhấn mạnh rằng theo nhận định của mình, mức lợi biên 17,7 của chúng ta so với chỉ số Dow nói trên sẽ không thể duy trì trong thời gian dài được. Mức lợi thế 10 điểm phần trăm cũng là rất khả quan rồi và ngay cả một mức lợi thế khiêm tốn hơn nhiều cũng sẽ tạo ra các mức tăng ấn tượng. Quan điểm này sẽ đưa ra hệ quả rằng chúng ta chắc chắn sẽ có nhiều thời kỳ dài mà lợi nhuận biên so với chỉ số Dow thấp hơn nhiều cũng như ít nhất thi thoảng vài năm thành tích của chúng còn thua kém (có lẽ ở mức đáng kể) so với chỉ số Dow.

NGÀY 18 THÁNG 1 NĂM 1965

Trong lịch sử suốt tám năm của chúng ta, đánh giá chung về các chứng khoán đã cho thấy các mức lợi suất trung bình năm từ toàn bộ lĩnh vực cổ phiếu phổ thông mà tôi tin rằng sẽ không thể duy trì trong vài thập kỷ tới. Trong thời kỳ 20-30 năm, tôi sẽ chỉ kỳ vọng mức lợi suất trung bình năm cao hơn trong khoảng 6-7% so với chỉ số Dow Jones thay vì 11,1% như trong thời gian vừa qua.

NGÀY 18 THÁNG 1 NĂM 1965

Chúng ta không cho rằng có thể duy trì trong thời gian dài lợi thế 16,6 điểm phần trăm cao hơn chỉ số Dow của Công ty Hợp danh hay lợi thế 11,2 điểm phần trăm mà các thành viên góp vốn đang được hưởng. Khoản đầu tư của chúng ta đã luôn vượt trội chỉ số Dow trong suốt tám năm qua, mặc dù tại một trong những năm đó, thỏa thuận phân chia lợi nhuận khiến các thành viên góp vốn nhận được lợi nhuận chưa bằng chỉ số Dow. Chúng ta chắc chắn sẽ có các năm (lưu ý là "các") thành tích của Công ty Hợp danh thua kém chỉ số Dow mặc dù thành viên hợp danh cũng rất bực mình (tôi hy vọng các thành viên góp vốn không quá bức xúc). Khi điều đó xảy ra, mức chênh lệch trung bình so với chỉ số Dow của chúng ta sẽ giảm mạnh. Tôi nghĩ chúng ta sẽ tiếp tục có những năm mức chênh lệch rất khá, có lợi cho chúng ta. Tuy nhiên, cho đến nay, chúng ta đã được hưởng lợi từ việc chúng ta không có năm nào thực sự tầm thường (hay tệ hại), và điều này chắc chắn sẽ không được kỳ vọng về dài hạn.

NGÀY 1 THÁNG 11 NĂM 1965

Khi tôi viết bức thư này, hoạt động của chúng ta vẫn khá thỏa đáng. Mức chênh lệch so với chỉ số Dow của chúng ta ở trên mức trung bình và ngay cả các thành viên góp vốn "hoài cổ" khi sử dụng các thước đo "thô sơ" như lợi nhuận ròng để đánh giá cũng thấy thành tích này là rất thỏa đáng. Tất nhiên, điều này còn phụ thuộc hoàn toàn vào sự thay đổi đáng kể vào cuối năm nay.

NGÀY 20 THÁNG 1 NĂM 1966

Chúng ta đã đạt được mức chênh lệch lớn nhất so với chỉ số Dow trong suốt lịch sử của BPL với lợi suất trung bình là 47,2% so với lợi suất trung bình (bao gồm cả cổ tức nhận được khi sở hữu chỉ số Dow) là 14,2% của chỉ số Dow. Đương nhiên, chẳng có nhà văn nào thích bị làm bẽ mặt công khai bởi sai lầm như vậy. Nhưng thành tích đó sẽ không thể lặp lại.

NGÀY 20 THÁNG 1 NĂM 1966

Sau năm vừa rồi, câu hỏi đặt ra là: "Chúng ta phải làm gì để tiếp tục đạt được mức lợi nhuận đó?" Một bất lợi của hoạt động kinh doanh này là nó không có đà tăng trưởng theo bất kỳ mức độ đáng kể nào. Nếu General Motors chiếm 54% sản lượng đăng ký xe hơi nội địa vào năm 1965, thì cũng khá chắc chắn để nói rằng sản lượng của họ vào năm 1966 sẽ gần tới con số đó nhờ vào sự trung thành của chủ sở hữu, khả năng của người bán hàng, năng lực sản xuất, hình ảnh khách hàng, v.v. Nhưng BPL không giống như vậy. Chúng ta khởi đầu mỗi năm ở con số 0 với mọi thứ được định giá ở mức giá thị trường. Các thành viên góp vốn trong năm 1966, dù mới hay cũ, được hưởng lợi chỉ ở mức rất hạn chế từ các thành quả của năm 1964 và 1965. Thành công từ các phương pháp và ý tưởng đầu tư trong quá khứ sẽ không chuyển tiếp sang kết quả của tương lai.

Tôi vẫn tiếp tục kỳ vọng, trên cơ sở dài hạn, kiểu thành tích được nêu trong phần "Mục tiêu của chúng ta" ở bức thư năm ngoái (nếu cần tôi sẽ gửi bản sao). Tuy nhiên, những ai tin rằng các thành tích trong năm 1965 có thể đạt được thường xuyên chắc thường tham gia buổi gặp mặt hàng tuần của Câu lạc bộ Những người quan sát Sao chổi Halley. Chúng ta chắc chắn sẽ có những năm thua lỗ và những năm thua kém chỉ số Dow – chẳng có gì nghi ngờ về điều này. Nhưng tôi sẽ vẫn tin rằng chúng ta có thể đạt được thành tích trung bình vượt trội chỉ số Dow trong tương lai. Nếu kỳ vọng của tôi về điều này thay đổi, tôi sẽ thông báo ngay cho các anh.

NGÀY 20 THÁNG 1 NĂM 1966

Nhìn chung, chúng ta có nhiều khoản đầu tư khả quan hơn trong năm 1965. Chúng ta không có nhiều ý tưởng đầu tư, nhưng chất lượng của các ý tưởng đó… rất tốt và các tình huống đầu tư tiến triển tốt, điều này đã đẩy nhanh thời gian biểu lên nhiều. Khi bước vào năm 1966, tôi không có quá nhiều ý tưởng đầu tư, nhưng một lần nữa tôi tin rằng ít nhất mình vẫn còn một số ý tưởng đầu tư tốt tiềm năng với quy mô kha khá. Điều này phụ thuộc nhiều vào việc liệu các điều kiện thị trường có thuận lợi cho việc đạt được vị thế lớn hơn không.

Tuy nhiên, nhìn chung, mọi người cần nhận ra rằng trong năm

1965 số ý tưởng đầu tư đã giảm đi thay vì thêm vào.

NGÀY 25 THÁNG 1 NĂM 1967

Thập kỷ đầu tiên

Vào năm 1966, Công ty Hợp danh của chúng ta tròn mười năm tuổi. Việc kỷ niệm là thích hợp – chúng ta sẽ lập một bảng thành tích mọi thời đại (cả quá khứ và tương lai) cho thấy mức chênh lệch so với chỉ số Dow của chúng ta. Lợi thế của chúng ta là 36 điểm nhờ vào mức +20,4% trong thành tích của Công ty Hợp danh và mức -15,6% trong chỉ số Dow. Thành tích dù khá hài lòng nhưng rất khó lặp lại này một phần nhờ vào thành tích kém cỏi của chỉ số Dow. Hầu như tất cả các nhà quản lý đầu tư đều vượt qua chỉ số Dow trong năm vừa qua. Chỉ số Dow là chỉ số giá của 30 chứng khoán liên quan. Nhiều chứng khoán có giá cao nhất, mà chiếm tỷ trọng quá lớn (Dupont, General Motors), lại đạt thành tích rất tệ hại trong năm 1966. Cùng với mức lo ngại chung về các chứng khoán blue-chip thông thường, điều này đã khiến chỉ số Dow thiệt hại tương đối so với các thành tích đầu tư nói chung, đặc biệt trong quý cuối cùng.

NGÀY 25 THÁNG 1 NĂM 1967

Xu hướng trong doanh nghiệp của chúng ta

Một cái đầu nhạy bén làm việc cần cù để diễn giải các con số ở trang đầu tiên có thể đưa ra nhiều kết luận sai lầm.

Thành tích trong mười năm đầu tiên của chúng ta chắc chắc không thể lặp lại hay thậm chí là gần bằng trong mười năm tới. Chúng có thể đạt được bởi một chàng thanh niên tuổi 25 đói kém làm việc với số vốn góp đầu tiên là 105.100 đô la và hoạt động trong môi trường kinh doanh cũng như thị trường 10 năm luôn ủng hộ anh ta thực hiện thành công triết lý đầu tư của mình.

Thành tích đó sẽ không thể đạt được bởi một người đã tuổi 36 no đủ làm việc với số vốn góp lên tới 54.065.358 đô la mà hiện tại chỉ

còn kiếm được 10-20% ý tưởng đầu tư tốt so với trước đây để thực hiện triết lý đầu tư của mình.

Công ty Trách nhiệm Hữu hạn Buffett Associates (tiền thân của Công ty Hợp danh Buffett) được thành lập trên bờ phía tây của sông Missouri vào ngày 5 tháng 5 năm 1965 bởi một nhóm vững vàng gồm 4 thành viên trong một gia đình, 3 người bạn thân và 105.100 đô la. (Tôi đã cố tìm hiểu các điều kiện hiện tại hay tương lai của chúng ta từ bức thư dài một trang rưỡi đầu tiên của tôi vào tháng 1 năm 1957 để trích dẫn ở đây. Tuy nhiên, rõ ràng ai đó đã chỉnh sửa lại bản tài liệu của tôi và loại bỏ các ghi chú tôi đã viết.)

Tại thời điểm đó, và trong vài năm tiếp theo, có rất nhiều cổ phiếu được bán với giá thấp hơn nhiều so với tiêu chí "giá trị với chủ sở hữu tư nhân" mà chúng ta đã sử dụng để lựa chọn các cổ phiếu Tổng quát. Chúng ta cũng gặp một số cơ hội đầu tư vào cổ phiếu Tính toán mà tại đó tỷ lệ phần trăm các cổ phiếu rất vừa ý chúng ta. Vấn đề luôn nằm ở việc lựa chọn. Theo đó, chúng ta có thể sở hữu 15-20 cổ phiếu và cực kỳ khả quan về xác suất trong tất cả các cổ phần nắm giữ đó.

Trong vài năm qua, tình huống này đã thay đổi rất nhiều. Giờ chúng ta hầu như không thấy các cổ phiếu mà phù hợp với tôi, có quy mô kha khá hay có kỳ vọng thành tích đầu tư đáp ứng thước đo lợi thế 10 điểm phần trăm vượt trội chỉ số Dow của chúng ta. Trong ba năm qua, chúng ta cũng chỉ có 2-3 ý tưởng đầu tư mới đạt kỳ vọng lợi thế thành tích đó.

May mắn thay, trong một số trường hợp, chúng ta đã tận dụng chúng tối đa. Tuy nhiên, vài năm trước đó, chẳng cần nỗ lực như vậy mà vẫn tạo ra được hàng tá cơ hội đầu tư tương đương. Thật khó để khách quan về các nguyên nhân gây ra việc giảm năng suất như vậy. Ba yếu tố có vẻ rõ ràng là: (1) môi trường thị trường có phần thay đổi; (2) quy mô tăng lên của chúng ta; và (3) cạnh tranh ngày càng gay gắt hơn.

Rõ ràng là một doanh nghiệp chỉ dựa vào vài ý tưởng tốt bất thường sẽ có triển vọng kém hơn một doanh nghiệp dựa vào dòng ý tưởng đều đặn. Cho đến nay, vài ý tưởng tốt bất thường đó cũng tạo ra mức lợi nhuận ngang ngửa dòng ý tưởng kia. Điều này đúng bởi vì chẳng ai có thể "tiêu hóa" nhiều tới vậy (các ý tưởng hàng triệu đô la sẽ chẳng mang lại lợi lộc gì cho những người chỉ có vài nghìn đô la

trong tài khoản – tôi đã rất ấn tượng với điều này trong những ngày đầu tiên kinh doanh) và bởi vì số lượng ý tưởng hạn chế sẽ khiến chúng ta phải khai thác chúng triệt để hơn. Yếu tố thứ hai chắc chắn có tác động tới chúng ta trong những năm gần đây. Tuy nhiên, vài ý tưởng tốt bất thường thường có nguy cơ "bốc hơi" hoàn toàn lớn hơn nhiều dòng ý tưởng đều đặn kia.

Các điều kiện này sẽ không khiến tôi phải ra các quyết định đầu tư vượt quá tầm hiểu biết của tôi. Chúng ta sẽ không đầu tư vào các doanh nghiệp mà các công nghệ vượt quá tầm hiểu biết của tôi lại quan trọng trong các quyết định đầu tư.

Hơn nữa, chúng ta sẽ không đi theo phương pháp đầu tư chứng khoán phổ biến là cố gắng dự đoán hành động thị trường thay cho việc định giá doanh nghiệp. Chiến lược đầu tư "thời thượng" này thường tạo ra các mức lợi nhuận lớn và nhanh chóng trong những năm gần đây (và hiện tại khi tôi viết bức thư này vào tháng 1). Nó đại diện cho một kỹ thuật đầu tư mà tôi không thể khẳng định hay phủ nhận tính hợp lý của nó. Nó không hoàn toàn thỏa mãn sự hiểu biết của tôi (hay có lẽ cả định kiến của tôi), và phần lớn chắc chắn không hợp với tính khí của tôi. Tôi sẽ không đầu tư tiền của mình dựa vào phương pháp như vậy, vì vậy, chắc chắn tôi sẽ không làm vậy với tiền của mọi người.

Cuối cùng, chúng ta sẽ không tìm kiếm hành động trong các hoạt động đầu tư, ngay cả khi chúng đưa ra các kỳ vọng lợi nhuận lộng lẫy, mà tại đó các vấn đề chủ yếu của con người dường như rất dễ phát triển.

Điều tôi sẽ hứa với mọi người, các thành viên góp vốn, là tôi sẽ làm việc chăm chỉ để duy trì vài ý tưởng tốt bất thường đó và cố gắng tận dụng chúng ở mức tối đa – nhưng nếu chúng "bốc hơi" hết, tôi sẽ thông báo trung thực và kịp thời cho mọi người để tất cả chúng ta có thể tiến hành phương án thay thế.

NGÀY 25 THÁNG 1 NĂM 1967

Tất cả chúng ta vẫn sẽ tiếp tục duy trì Công ty Hợp danh. Tôi và các nhân viên, các cặp vợ chồng và con cái chúng ta, có tổng cộng hơn

10 triệu đô la được đầu tư vào ngày 1 tháng 1 năm 1967. Trong trường hợp gia đình tôi, khoản đầu tư vào Công ty Hợp danh Buffett chiếm hơn 90% giá trị tài sản ròng của chúng tôi.

NGÀY 12 THÁNG 7 NĂM 1967

Thành tích nửa đầu năm

Một lần nữa, bức thư này được viết vào cuối tháng 6 trước chuyến đi của gia đình tôi tới California. Để duy trì tính đối xứng thời gian thông thường (tôi cố gắng làm thăng hoa động cơ thẩm mỹ của mình khi nói đến việc tạo ra tính đối xứng trong báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh), tôi sẽ để lại một vài khoảng trống và tin rằng kết luận sẽ thích hợp hơn khi điền thêm các số liệu.

Chúng ta bắt đầu năm 1967 với một tin buồn là tháng 1 hóa ra lại là một trong những tháng tệ hại nhất của chúng ta khi lợi nhuận của BPL tăng 3,3% còn chỉ số Dow tăng tới 8,5%. Bất chấp khởi đầu khó khăn này, chúng ta đã kết thúc sáu tháng đầu năm với mức tăng lợi nhuận là 21% để đạt lợi thế 9,6 điểm phần trăm so với chỉ số Dow. Một lần nữa, trong suốt năm 1966, chỉ số Dow lại là một đối thủ khá dễ chơi (nó sẽ không tái diễn hàng năm, nên hãy suy nghĩ theo chiều ngược lại) và phần lớn các nhà quản lý đầu tư đều vượt qua thước đo này.

NGÀY 12 THÁNG 7 NĂM 1967

Đây là một bức thư đặc biệt (tôi muốn các anh thật chú ý) vào tháng 10. Vấn đề này sẽ không làm thay đổi Thỏa thuận góp vốn, nhưng sẽ liên quan tới một số thay đổi mang tính cách mạng trong nhiều “Quy tắc cơ bản” mà tôi muốn các anh dành nhiều thời gian suy ngẫm trước khi lập kế hoạch cho năm 1968. Trong khi Thỏa thuận góp vốn đại diện cho thỏa thuận pháp lý giữa chúng ta, thì “Quy tắc cơ bản” đại diện cho các thỏa thuận cá nhân và là tài liệu quan trọng hơn khi xét theo một số khía cạnh. Tôi nghĩ điều quan trọng là bất kỳ thay đổi nào đều cần được nêu và giải thích rõ ràng trước khi chúng ảnh hưởng tới hoạt động hay thành tích của các thỏa thuận góp vốn –

vì thế, hãy đọc bức thư tháng 10 này.

NGÀY 9 THÁNG 10 NĂM 1967

Kính gửi các thành viên góp vốn của tôi:

Trong suốt 11 năm qua, tôi luôn thống nhất đặt mục tiêu thành tích đầu tư của BPL là trung bình 10 điểm phần trăm mỗi năm so với Chỉ số Trung bình Công nghiệp Dow Jones. Dưới môi trường thị trường thời kỳ đó, tôi đã nghĩ mục tiêu đó là rất khó nhưng vẫn có có thể đạt được.

Hiện tại, các điều kiện sau đây làm thay đổi các thước đo thích hợp:

1. Môi trường thị trường đã dần thay đổi trong suốt thập kỷ vừa qua, khiến số lượng các món hời đầu tư theo phương pháp định lượng giảm mạnh;

2. Lãi suất phát triển nhanh trong thành tích đầu tư (thứ mà có các khía cạnh mỉa mai từ vài năm trước khi tôi là một trong số ít người ra sức thuyết phục về tầm quan trọng của điều này) đã tạo ra mô hình siêu phản ứng của hành vi thị trường mà không có nhiều giá trị đối với các kỹ thuật phân tích của tôi;

3. Trong khi số lượng ý tưởng đầu tư hay đã giảm, việc mở rộng quy mô vốn của chúng ta lên 65 triệu đô la tiếp tục tạo ra các vấn đề như tôi đã đề cập trong bức thư tháng 1 năm 1967; và

4. Các lợi ích cá nhân của riêng mình khiến tôi đã giảm bớt áp lực đối với việc đạt thành tích đầu tư vượt trội so với lúc tôi còn trẻ và thiếu thốn hơn.

Giờ hãy cùng xem xét cụ thể hơn từng yếu tố trên.

Sự định giá chứng khoán và các doanh nghiệp cho mục đích đầu tư luôn đòi hỏi sự kết hợp các yếu tố định tính và định lượng. Một mặt, các nhà phân tích chỉ hướng tới yếu tố định tính sẽ nói rằng: "Hãy chọn những công ty phù hợp (với triển vọng tốt, sẵn có các điều

kiện phát triển trong ngành, quản lý, v.v.) và giá cả sẽ tự nó điều chỉnh." Mặt khác, đại diện những người theo phương pháp định lượng lại nói: "Mua ở mức giá phù hợp và công ty (và cổ phiếu) sẽ tự điều chỉnh." Cũng như kết quả thị trường chứng khoán đem đến sự hài lòng, tiền cũng có thể kiếm được bằng bất kỳ cách nào trong hai cách trên. Và đương nhiên, bất kỳ nhà phân tích nào có thể kết hợp cả hai đến một mức nào đó – việc phân loại của anh ta theo hướng nào phụ thuộc vào tỉ lệ tương đối anh ta phân bổ cho các yếu tố khác nhau, chứ không phải việc xem xét nhóm yếu tố này mà loại trừ nhóm yếu tố kia.

Một điều thú vị là, mặc dù tôi coi bản thân đi theo trường phái định lượng là chính (và khi tôi viết điều này, chưa ai quay lại kể từ giờ giải lao – mà có thể tôi là người duy nhất còn lại trong lớp), những ý tưởng thực sự chấn động tôi có được những năm qua được cân đo đong đếm kỹ lưỡng theo hướng định tính, chiều hướng mà tôi có "hiểu biết xác suất cao". Đây chính là điều khiến máy đếm tiền có thể cất lời ca. Tuy nhiên, đó chỉ là một chuyện ít khi xảy ra, những hiểu biết sâu sắc đều như vậy, và, đương nhiên, cũng chẳng hiểu biết sâu sắc nào cần thiết trong phương pháp định lượng cả – những con số sẽ như cú đập vào đầu bằng gậy bóng chày. Vậy nên những món tiền thực sự lớn thường được tạo ra bởi các nhà đầu tư đưa ra những quyết định định tính đúng đắn, nhưng ít nhất theo ý kiến của tôi, những khoản tiền chắc chắn hơn lại được kiếm dựa trên các quyết định định lượng.

Những món hời dựa trên số liệu có xu hướng biến mất dần qua các năm. Điều này có thể do sự liên tục lùng sục và tìm kiếm các món đầu tư đã xảy ra trong hai mươi năm vừa qua, mà không hề có một biến động kinh tế như hồi những năm 30 giúp tạo ra một xu hướng tiêu cực đối với vốn cổ phần và đẻ ra hàng trăm loại chứng khoán rẻ mới. Cũng có thể do sự thừa nhận ngày một tăng của xã hội, và vì thế mà việc sử dụng (hay có thể do ngược lại – tôi xin nhường cho các nhà nghiên cứu hành vi tìm hiểu) chào giá thu mua có khuynh hướng tự nhiên tập trung vào các cổ phiếu giá rẻ. Có thể do sự bùng nổ thứ hạng của các nhà phân tích chứng khoán dẫn đến sự giám sát tăng cường những vấn đề vượt cả những gì từng tồn tại vài năm trước. Bất kể lý do là gì chăng nữa, kết quả chính là sự biến mất gần như hoàn toàn của các cổ phiếu giá rẻ theo phương pháp định lượng – và vì thế khoản đem lại nguồn tiền cho chúng ta cũng biến mất. Thi thoảng vẫn còn vài trường hợp. Cũng có đôi khi những chứng khoán mà tôi thực

sự đủ khả năng đưa ra nhận định định tính quan trọng. Điều này sẽ đem đến cơ hội tốt nhất để thu về khoản lợi nhuận lớn. Tuy vậy, những trường hợp đó khá hiếm. Hầu hết những kết quả kinh doanh tốt của chúng ta suốt ba năm qua đều từ chỉ một ý tưởng kiểu này mà ra.

Khó khăn tiếp theo là lãi suất tăng mạnh trong thành tích đầu tư. Trong nhiều năm, tôi luôn ra sức thuyết phục về tầm quan trọng của thước đo này. Tôi luôn nói với các thành viên góp vốn rằng nếu thành tích của chúng ta không vượt qua mức trung bình, tiền sẽ được đầu tư vào nơi khác. Trong những năm gần đây, ý tưởng này ngày càng phổ biến hơn trong giới đầu tư (hay quan trọng hơn là hoạt động đầu tư). Trong 1-2 năm vừa rồi, nó bắt đầu phát triển như một làn sóng thủy triều. Tôi nghĩ chúng ta đang chứng kiến biến dạng méo mó của một ý tưởng tốt đẹp.

Tôi luôn cảnh báo các thành viên góp vốn rằng tôi coi 3 năm là khoảng thời gian tối thiểu để xác định liệu chúng ta có đang "tiến triển" hay không. Đương nhiên, khi giới đầu tư bắt đầu bắt chước ý tưởng này, khoảng thời gian kỳ vọng luôn bị giảm xuống tới mức mà các thành tích đầu tư tính theo lượng tiền tổng hợp được đo lường hàng năm, hàng quý, hàng tháng và có lẽ đôi khi còn thậm chí thường xuyên hơn (dẫn tới việc "nghiên cứu tức thì"). Phần thưởng dành cho việc đạt được thành tích vượt trội trong ngắn hạn trở nên rất lớn, không chỉ dưới dạng mức thù lao cho các thành tích thực tế đạt được, mà còn trong việc thu hút các nguồn tiền mới cho việc đầu tư sau này. Do đó, kiểu hành động tự phát sinh này đã khiến ngày càng có nhiều tiền được đầu tư ngắn hạn hơn. Một hệ quả đáng lo ngại là phương tiện để tham gia đầu tư đó (công ty hay cổ phiếu) dần trở nên ít quan trọng hơn – đôi lúc gần như chỉ là sự lựa chọn ngẫu nhiên – khi hoạt động này phát triển.

Tôi nghĩ hậu quả là việc đầu cơ có quy mô ngày càng lớn. Mặc dù đây gần như không phải một hiện tượng mới, nhưng số lượng các nhà đầu tư chuyên nghiệp (dù trước đây có thể rất "ngoan ngoãn") tham gia ngày càng tăng, họ cảm thấy mình phải "lên sàn." Tất nhiên, trò chơi này cũng tử tế hơn với các nghi thức, phân vai và xưng hô thích hợp. Cho đến nay, nó đã đạt được lợi nhuận lớn. Cũng có thể đây sẽ là bản chất tiêu chuẩn của thị trường trong tương lai. Tuy nhiên, đây là hoạt động mà tôi chắc chắn sẽ không làm tốt. Như tôi nói ở trang 5 trong bức thư thường niên mới nhất của tôi,

Hơn nữa, chúng ta sẽ không đi theo phương pháp đầu tư chứng khoán phổ biến là cố gắng dự đoán hành động thị trường thay cho việc định giá doanh nghiệp. Chiến lược đầu tư "thời thượng" này thường tạo ra các mức lợi nhuận lớn và nhanh chóng trong những năm gần đây (và hiện tại khi tôi viết bức thư này vào tháng 1). Nó đại diện cho một kỹ thuật đầu tư mà tôi không thể khẳng định hay phủ nhận tính hợp lý của nó. Nó không hoàn toàn thỏa mãn sự hiểu biết của tôi (hay có lẽ cả định kiến của tôi), và phần lớn chắc chắn không hợp với tính khí của tôi. Tôi sẽ không đầu tư tiền của mình dựa vào phương pháp như vậy, vì vậy, chắc chắn tôi sẽ không làm vậy với tiền của mọi người.

Bất kỳ kiểu "siêu hoạt động" nào với số tiền lớn trong thị trường chứng khoán đều có thể tạo ra các vấn đề cho tất cả những người tham gia. Tôi sẽ không cố phán đoán hành động của thị trường chứng khoán và cũng chẳng biết chút nào về việc liệu chỉ số Dow sẽ là 600, 900 hay 1200 trong năm tới. Ngay cả nếu có những hậu quả nghiêm trọng do hoạt động đầu tcơ hiện tại và trong tương lai, thì kinh nghiệm cho thấy các ước tính chọn thời điểm đầu tư là vô nghĩa. Tuy nhiên, tôi tin rằng các điều kiện nhất định hiện nay sẽ khiến việc hoạt động trong thị trường khó khăn hơn với chúng ta trong thời gian trung hạn tới đây.

Điều trên có thể nghe hơi "cổ hủ" (dù rốt cục thì tôi mới chỉ 37). Khi trò này không còn được chơi theo cách của mọi người, thì con người ai cũng sẽ nói rằng phương pháp mới là sai lầm, sẽ dẫn tới các vấn đề rắc rối, v.v. Tôi từng khinh bỉ các hành vi như vậy của những người khác. Tôi cũng đã thấy hậu quả mà những người luôn đánh giá các điều kiện quá khứ, thay vì điều kiện hiện tại, phải chịu. Về cơ bản, tôi đang "bước sai nhịp" so với các điều kiện hiện tại. Tuy nhiên, một điểm là tôi hiểu rất rõ. Tôi sẽ không từ bỏ phương pháp trước đây, tôi hiểu rất rõ logic của nó (mặc dù tôi thấy hơi khó để áp dụng) dù điều đó có thể có nghĩa phải bỏ qua các lợi nhuận lớn có thể dễ dàng đạt được nếu bám lấy một phương pháp tôi không hiểu rõ, chưa từng áp dụng thành công và có thể dẫn tới thua lỗ vĩnh viễn đáng kể.

Khó khăn thứ ba liên quan tới số vốn lớn hơn nhiều của chúng ta. Trong nhiều năm, các ý tưởng đầu tư của tôi chỉ trong khoảng từ 110% đến 1.000% số vốn của chúng ta. Thật khó cho tôi để tưởng tượng rằng một điều kiện khác lại có thể tồn tại. Tôi đã hứa sẽ nói với các thành viên góp vốn khi nó xảy đến và tôi đã thực hiện lời hứa đó

trong bức thư vào tháng 1 năm 1967. Phần lớn do hai điều kiện vừa đề cập, hiện tại số vốn lớn của chúng ta đang làm giảm thành tích đầu tư. Tôi tin rằng nó là yếu tố thứ yếu nhất trong bốn yếu tố được đề cập, và nếu chúng ta hoạt động với số vốn bằng 1/10 hiện nay, thì thành tích của chúng ta cũng chẳng tốt hơn là mấy. Tuy nhiên, hiện tại nguồn vốn tăng lên đang là một yếu tố khá tiêu cực.

Cuối cùng và cũng quan trọng nhất là các cân nhắc liên quan tới động cơ cá nhân. Khi tôi lập ra thỏa thuận góp vốn, tôi đặt mục tiêu là "lợi thế 10 điểm phầm trăm so với chỉ số Dow." Lúc đó, tôi trẻ hơn, nghèo hơn và có thể đua tranh tốt hơn. Ngay cả nếu các yếu tố bên ngoài thảo luận trước đó không làm giảm thành tích, thì tôi vẫn cảm thấy rằng các điều kiện cá nhân thay đổi cũng đủ để khiến chúng ta nên giảm tốc độ phát triển lại...

Qua việc tự phân tích, tôi biết rằng nếu không nỗ lực hết sức, thì tôi chẳng thể đạt được mục tiêu tôi công bố với những người tin tưởng ủy thác số vốn của họ cho tôi. Nỗ lức hết sức cũng dần tỏ ra bớt hiệu quả. Tôi muốn đạt được một mục tiêu kinh tế mà cho phép thực hiện hoạt động phi kinh tế đáng kể. Nó có thể là hoạt động bên ngoài lĩnh vực đầu tư hay đơn giản là thống nhất với lĩnh vực đầu tư mà không hứa hẹn phần thưởng đầu tư quá lớn. Một ví dụ là việc tiếp tục đầu tư vào một doanh nghiệp được kiểm soát thỏa đáng (nhưng còn rất xa tuyệt diệu) mà tại đó tôi thích mọi người và bản chất của doanh nghiệp mặc dù các khoản đầu tư khác có thể đưa ra mức lợi suất kỳ vọng cao hơn. Sẽ thu được nhiều tiền hơn nếu mua các doanh nghiệp ở các mức giá hấp dẫn, rồi sau đó bán chúng đi. Tuy nhiên, có thể sẽ thú vị hơn nhiều (đặc biệt khi mức tăng số vốn cá nhân nhỏ hơn) khi tiếp tục sở hữu và hy vọng sẽ cải thiện được hiệu quả của chúng, thường ở mức rất nhỏ, thông qua một vài quyết định liên quan tới chiến lược tài chính.

Do đó, tôi sẽ giới hạn bản thân ở những thứ dễ dàng, an toàn, có lợi nhuận và dễ chịu theo một cách hợp lý. Điều này sẽ không làm hoạt động của chúng ta thận trọng hơn trước đây vì tôi tin, chắc chắc không thể hoàn toàn khách quan, rằng chúng ta đã luôn hoạt động với sự thận trọng đáng kể. Rủi ro giảm giá dài hạn sẽ không ít hơn; nhưng tiềm năng tăng giá sẽ chỉ ít hơn mà thôi.

Cụ thể, mục tiêu trong thời gian dài hơn của chúng ta là đạt được lợi suất 9% mỗi năm hay lợi thế 5 điểm phần trăm so với chỉ số Dow,

tùy theo giá trị nào nhỏ hơn. Do đó, nếu chỉ số Dow đạt mức trung bình là -2% trong suốt 5 năm qua, thì tôi hy vọng đạt được trung bình +3% nhưng nếu chỉ số Dow đạt trung bình +12%, thì tôi sẽ chỉ hy vọng đạt được +9%. Đây có thể là mục tiêu giới hạn, nhưng tôi nghĩ rằng chúng ta sẽ chẳng thể đạt được các thành tích nhỉnh hơn, dù rất khiêm tốn dưới các điều kiện hiện tại, so với trước đây tôi từng kỳ vọng rằng chúng ta sẽ đạt được mục tiêu là lợi thế trung bình năm 10 điểm phần trăm so với chỉ số Dow. Hơn nữa, tôi hy vọng các mục tiêu giới hạn này sẽ giúp chúng ta bớt nhọc công hơn (Tôi khá chắc chắn rằng chuyện này là đúng).

Tôi sẽ đưa mục tiêu mới này vào các Quy tắc cơ bản để gửi cho mọi người vào khoảng ngày mùng 1 tháng 11 cùng với Thư cam kết trong năm 1968. Tôi muốn chuyển bức thư này cho mọi người trước lá thư kia để mọi người có đủ thời gian cân nhắc tình huống cá nhân của mình, và nếu cần thiết, liên hệ với tôi để làm sáng tỏ điều khúc mắc trước khi ra quyết định trong năm 1968. Như mọi khi, tôi định sẽ tiếp tục để lại gần như toàn bộ số vốn của tôi (ngoại trừ cổ phiếu Data Documents) cùng với số vốn của gia đình tôi trong BPL. Điều tôi cho là thỏa đáng và có thể đạt được chắc sẽ khác với điều mọi người nghĩ. Các thành viên góp vốn có các cơ hội đầu tư hấp dẫn khác có thể quyết định hợp lý rằng số tiền của họ có thể được đầu tư tốt hơn ở nơi khác, và mọi người có thể chắc chắn rằng tôi hoàn toàn cảm thông với quyết định đó.

Tôi luôn thấy cực kỳ khó chịu với hành vi công khai thông báo một chuỗi các mục tiêu và động cơ trong khi thực sự thì một chuỗi các yếu tố hoàn toàn khác lại nổi bật hơn. Do đó, tôi luôn cố gắng thẳng thắn 100% với mọi người về các mục tiêu và cảm nhận của cá nhân tôi để mọi người sẽ không ra các quyết định quan trọng dựa trên các tuyên bố giả dối (Tôi đã gặp phải một vài điều như vậy trong thời gian đầu tư của chúng ta). Rõ ràng, tất cả các điều kiện nêu trong bức thư này không tự nhiên xuất hiện. Tôi đã suy nghĩ rất kỹ về các quan điểm này trong thời gian dài.

Tôi chắc chắn mọi người có thể hiểu rằng tôi muốn chọn một thời điểm sau khi chúng ta đã đạt được các mục tiêu cũ để đặt ra một mức giảm trong các mục tiêu sau này. Tôi sẽ không muốn hãm lại tốc độ phát triển nếu tôi không thể hoàn thành các mục tiêu của mình tính tới thời điểm này.

Vui lòng cho tôi biết nếu tôi có thể giúp giải thích bất kỳ phần nào của bức thư này.

Chân thành,

Warren E. Buffett

NGÀY 24 THÁNG 1 NĂM 1968

Theo hầu hết các tiêu chuẩn thì năm 1967 là một năm tốt lành của chúng ta. Thành tích tổng thể của chúng ta là +35,9% so với mức +19% của chỉ số Dow, do đó đã vượt qua mục tiêu 10 điểm phần trăm cao hơn chỉ số Dow trước đây. Lãi vốn tổng thể của chúng ta là 19.384.250 đô la, và mặc dù lạm phát có tăng cao thì khoản này vẫn mua được rất nhiều Pepsi. Và nhờ vào việc bán một số chứng khoán khả mại lớn chúng ta giữ trong thời gian dài, thu nhập chịu thuế thực hiện của chúng ta là 27.376.667 đô la, khoản này dù chẳng liên quan gì đến thành tích trong năm 1967 nhưng cũng đủ để cho tất cả mọi người cảm giác như được tham gia vào nhóm Đại Xã hội vào ngày 15 tháng 4.

Những phấn chấn nhỏ nhoi ở trên sẽ được kiểm chế lại khi nhìn kỹ vào điều thực sự xảy ra trên thị trường chứng khoán trong năm 1967. Có thể số người tham gia vào thị trường chứng khoán đạt thành tích tốt hơn đáng kể so với chỉ số Dow Jones nhiều hơn trong hầu hết mọi năm trước đây. Vào năm 1967, đối với rất nhiều người đó là cơn mưa vàng và những nốt trầm từ tiếng kèn Tuba. Hiện tại tôi không có bảng số liệu cuối năm nhưng tôi đoán rằng ít nhất 95% các công ty theo đuổi chương trình cổ phiếu phổ thông đều đạt thành tích tốt hơn chỉ số Dow – thậm chí cách biệt rất lớn trong nhiều trường hợp. Đó là năm khi lợi nhuận đạt được tỷ lệ thuận với thâm niên – về mặt triết học, thì tôi đã thuộc lão làng rồi.

Năm ngoái, tôi nói rằng:

Một số quỹ tương hỗ và hoạt động đầu tư cá nhân đạt thành tích vượt trội hơn rất nhiều so với chỉ số Dow, và trong một số trường hợp còn vượt xa cả Công ty Hợp danh Trách nhiệm Hữu hạn Buffett. Kỹ thuật đầu tư của họ thường khác xa chúng ta và nằm

ngoài khả năng của tôi.

Trong năm 1967, điều kiện này đã mạnh hơn. Nhiều tổ chức đầu tư đạt thành tích tốt hơn đáng kể so với BPL, với lãi vốn vượt hơn 100%. Do các kết quả ngoạn mục này, tiền, tài năng và năng lượng đang dần hội tụ lại trong một nỗ lực tối đa để đạt được các lợi nhuận lớn và nhanh chóng trên thị trường chứng khoán. Đối với tôi, điều này thể hiện tính đầu cơ tăng mạnh đi kèm với rủi ro lớn hơn nhưng rất nhiều người ủng hộ lại khẳng định quan điểm khác.

Thầy của tôi, Ben Graham, từng nói thế này, "Đầu cơ có thể không phải là phạm pháp, phi đạo đức nhưng cũng chẳng béo bở gì (về mặt tài chính)." Trong năm vừa qua, người ta có thể trở nên béo tốt (về mặt tài chính) bằng việc ăn đều đặn những chiếc kẹo đầu cơ ngọt ngào. Chúng ta tiếp tục ăn bột yến mạch, nhưng nếu chẳng may việc khó tiêu xảy ra, đừng mơ tưởng chúng ta sẽ không thấy khó chịu.

NGÀY 24 THÁNG 1 NĂM 1968

Một số người đã rút vốn (trong khi nhiều người thì không) hỏi tôi rằng: "Anh thực sự có ý gì?" sau khi họ nhận được bức thư vào ngày mùng 9 tháng 10. Loại câu hỏi này có hơi làm tổn thương bất kỳ tác giả nào, nhưng tôi đảm bảo với họ rằng ý của tôi chính xác là điều tôi đã nói. Họ cũng hỏi liệu đây có phải là một khởi đầu mới sau khi rút khỏi thỏa thuận góp vốn không. Câu trả lời là, "Chắc chắn là không." Miễn là các thành viên góp vốn còn muốn đặt vốn của họ cùng tôi và hoạt động kinh doanh còn ổn thỏa (và dù nó không thể tốt hơn), thì tôi vẫn định tiếp tục việc kinh doanh với những ai đã luôn ủng hộ tôi từ khi bắt đầu.

NGÀY 11 THÁNG 7 NĂM 1968

Môi trường hiện tại

Tôi chẳng cố gắng dự đoán về diễn biến hoạt động kinh doanh chung hay thị trường chứng khoán. Chấm hết. Tuy nhiên, hiện tại có một số hoạt động đang dần phát triển trong thị trường chứng khoán

và giới đầu tư, trong khi không có giá trị dự báo ngắn hạn, làm tôi phiền lòng về các hậu quả có thể xảy ra trong dài hạn.

Tôi biết rằng một số người không quá quan tâm (và cũng không nên quan tâm) tới điều đang diễn ra trong giai đoạn tài chính này. Đối với những ai quan tâm, tôi sẽ gửi kèm bản in của một bài báo đơn giản mà rõ ràng tới lạ thường đã phơi bày những gì đang diễn ra ở quy mô phát triển ngày càng nhanh đó. Những người tham gia (dù là người khởi tạo, nhân viên hàng đầu, các nhà tư vấn chuyên nghiệp, ngân hàng đầu tư, nhà đầu cơ cổ phiếu, v.v.) vào xu hướng tăng cổ phiếu kiểu dây chuyền này đang kiếm được rất nhiều tiền. Trò này đang được chơi bởi những người cả tin, tự huyễn và những ai có óc hoài nghi. Để tạo ra những ảo tưởng đúng đắn, nó thường cần tới những phép kế toán méo mó (một doanh nhân cấp tiến bảo tôi rằng ông tin vào các trò "kế toán giàu trí tưởng tượng và đầy táo bạo"), các thủ đoạn vốn hóa thị trường và sự ngụy trang bản chất thực sự của các doanh nghiệp hoạt động liên quan. Sản phẩm cuối cùng rất phổ biến, đáng kính và vô cùng sinh lời (Tôi sẽ để các nhà triết học xem xét nên đặt những tính từ đó theo thứ tự nào.)

Thành thật mà nói, thành tích của chúng ta đã được cải thiện đáng kể gián tiếp nhờ vào tác dụng phụ của những hoạt động này. Để tạo ra vòng lợi nhuận mở rộng liên tục cần tăng số lượng vật liệu thô trong công ty và điều này đã dẫn tới sự ra đời của nhiều cổ phiếu về bản chất là rẻ (và không quá rẻ). Khi trở thành chủ sở hữu của các cổ phiếu đó, chúng ta đã hưởng những phần thưởng của thị trường sớm hơn cả khi nó có thể. Tuy nhiên, khẩu vị cho những công ty đó thường làm giảm số lượng các khoản đầu tư cơ bản hấp dẫn còn tồn tại... Dù vậy, mọi người sẽ nhận ra rằng phương pháp "Hoàng đế cởi truồng này" mâu thuẫn (hoặc bị để ngoài tai bởi các câu "Thế thì sao?" hay "Cứ tận hưởng đi") với quan điểm của hầu hết các nhà ngân hàng đầu tư và các nhà quản lý đầu tư thành công hiện nay. Chúng ta sống trong một thế giới đầu tư, không chỉ có những người tin vào lời thuyết phục hợp lý mà còn những người hay hy vọng, cả tin và tham lam, chộp lấy một cái cớ để tin vào.

NGÀY 11 THÁNG 7 NĂM 1968

Thành tích của chúng ta trong năm 1968

Ai cũng mắc sai lầm.

Vào đầu năm 1968, tôi cảm thấy triển vọng thành tích của BPL trở nên kém cỏi hơn bất kỳ thời gian nào trong lịch sử của chúng ta. Tuy nhiên, phần nhiều nhờ vào một ý tưởng đầu tư đơn giản nhưng hợp lý đã chín muồi (giống như phụ nữ, các ý tưởng đầu tư thường thú vị hơn là đúng giờ), chúng ta đã đạt lãi vốn tổng thể là 40.032.691 đô la.

Đương nhiên, mọi người có đủ khôn khéo để bỏ qua thành tích tuyệt đối đó và yêu cầu một thành tích tương đối so với Chỉ số Trung bình Công nghiệp Dow Jones. Chúng ta đã đạt một dấu mốc mới với thành tích +58,8% so với trung bình +7,7% của chỉ số Dow, bao gồm những cổ tức nhận được nhờ vào việc sở hữu Chỉ số Trung bình trong suốt năm. Thành tích này nên được coi như một kỳ tích giống như việc bốc được 13 con bích trong trò chơi bài Bridge vậy.

NGÀY 11 THÁNG 7 NĂM 1968

Gần đây, một số quỹ "Đi Nhanh" đó đã được cải tên thành các quỹ "Đi Chậm." Chẳng hạn, Quỹ Manhattan của Gerald Tsai, có lẽ là phương tiện đầu tư tích cực nổi tiếng nhất thế giới, đã đạt thành tích âm 6,9% trong năm 1968. Mặc dù rất nhiều đơn vị đầu tư nhỏ hơn tiếp tục đạt thành tích tốt hơn đáng kể thị trường trong năm 1968, nhưng không là gì so với số lượng trong các năm 1966 và 1967.

NGÀY 11 THÁNG 7 NĂM 1968

Có một điều mà dù tôi nhấn mạnh đến đâu cũng không đủ, đó là hiện tại số lượng và chất lượng của các ý tưởng đầu tư luôn ở mức thấp – nguyên nhân từ các yếu tố tôi đã nhắc tới trong bức thư ngày 9 tháng 10 năm 1967 của mình, phần lớn các yếu tố đó đều đã mạnh hơn kể từ lúc đó.

Đôi khi tôi cảm thấy chúng ta nên đặt một tấm bảng trong văn phòng mình giống như cái ở trụ sở của Công ty Texas Instruments tại Dallas với nội dung là: "Chúng ta không tin vào phép lạ, chúng ta

trông cậy vào chúng." Một cầu thủ bóng chày thừa cân già nua mà đôi chân và đôi mắt tinh nhanh đánh bóng đã không còn vẫn có thể đập một cú đánh mạnh để bóng bay ra ngoài sân, nhưng mọi người không thay đổi đội hình vì điều đó.

Tóm lược

Tất cả chúng ta đều từng nghe câu ngạn ngữ rằng: lịch sử có thể không lặp lại nhưng sẽ phần nào đồng điệu. Thị trường chứng khoán cũng như vậy. Nó luôn trải qua các chu kỳ. Các nhà đầu tư vĩ đại am hiểu lịch sử thị trường nên họ có thể nhìn thấy sự tương đồng trong các chu kỳ đó và học được cách để tránh chúng. Rút kinh nghiệm từ sai lầm của người khác có cái giá rẻ hơn rất nhiều so với việc tự mình mắc sai lầm. Tất cả các nhà đầu tư nghiêm túc cần hiểu về sự lên xuống của các chu kỳ thị trường chứng khoán trong hàng trăm năm qua. Ông Burke rõ ràng có lý khi ông nói rằng những ai không biết lịch sử chắc chắn sẽ lặp lại nó.

Vào tháng 1 năm 1967, bức thư cuối năm của Buffett đã nhìn lại các năm đầu tiên khi vẫn có nhiều ý tưởng đầu tư tuyệt vời trong cả các chứng khoán loại Tổng quát lẫn Tính toán và vấn đề luôn luôn là "cái nào, chứ không phải cái gì." Mười năm sau, bối cảnh đã thay đổi. Chỉ còn một vài ý tưởng hay, và "vài ý tưởng tốt bất thường thường có nguy cơ 'bốc hơi' hoàn toàn lớn hơn nhiều dòng ý tưởng đều đặn kia". Ông muốn chắc chắn các thành viên góp vốn hiểu ông không định điều chỉnh phương pháp đầu tư của mình; đó là một hành động chúng ta nên học tập.

Đi Nhanh đã tiến vào trạng thái đỉnh điểm và Buffett hiểu rằng rất nhiều tổ chức đầu tư đều đạt thành tích tốt hơn nhiều BPL trong năm 1967 – một số đạt lợi nhuận lên tới hơn 100%. Thị trường thực sự đang dần trở nên phù phiếm và Buffett đã nhìn thấy điều đó. Ông nói rằng "Do các kết quả ngoạn mục này, tiền, tài năng và năng lượng đang dần hội tụ lại trong một nỗ lực tối đa để đạt được các lợi nhuận lớn và nhanh chóng trên thị trường chứng khoán. Đối với tôi, điều này thể hiện tính đầu cơ tăng mạnh đi kèm với rủi ro lớn hơn nhưng rất nhiều người ủng hộ lại khẳng định quan điểm khác."

Buffett rõ ràng cảm thấy mình đang "bước sai nhịp" với thị trường. Jerry Tsai và các quỹ thành tích thuộc thế hệ ông đã đưa chỉ số Dow lên tới mức mà Buffett không thể tìm được đủ ý tưởng đầu tư hay nữa. Điều ông thấy là tính đầu cơ nguy hiểm đang tăng lên ở quy mô ngày càng lớn. Áp lực buộc tất cả các nhà quản lý tiền phải "lên sàn" chắc hẳn rất lớn. Mặc dù Buffett không biết nó còn kéo dài bao lâu, hay liệu nó có phải là sự khởi đầu của một mô hình mới trong bản chất của thị trường hay không, nhưng ông biết rằng mình sẽ không nhảy xuống hồ chỉ vì mọi người khác đều đang bơi.

Thay vào đó, ông chọn giải thể Công ty Hợp danh, và chúng ta sẽ biết ông đã làm vậy như thế nào và tại sao trong chương tới.

CHƯƠNG 14
CHIA TAY

"Chúng ta sống trong một thế giới đầu tư, không chỉ có những người tin vào lời thuyết phục hợp lý mà còn những người hay hy vọng, cả tin và tham lam, chộp lấy một cái cớ để tin vào.."

– NGÀY 8 THÁNG 7 NĂM 1968

Quyết định từ bỏ của Buffett vượt xa mức độ của thị trường và số lượng ý tưởng đầu tư ông có tại thời điểm đó. Công ty Hợp danh đã luôn theo đuổi mục đích của nó. Thông qua nó, ông đã xây dựng số vốn của mình bằng việc kiếm và sau đó tái đầu tư các khoản thù lao khích lệ của mình – cho tới tháng 5 năm 1969, giá trị tài sản ròng của ông đã tăng lên mức đáng kinh ngạc là 26 triệu đô la. Munger từng nói, "Nếu bạn luôn tận tâm và ghét việc làm người khác thất vọng, bạn sẽ cảm thấy áp lực phải xứng đáng với khoản thù lao khích lệ của mình." Công ty Hợp danh từng phù hợp với Buffett trong một thời gian, nhưng giờ ông đã sẵn sàng chuyển sang một cấu trúc công bằng hơn. Ông cũng không bao giờ nhận khoản phí thành tích nữa. Tại Berkshire, ông chỉ nhận một mức lương khá khiêm tốn và thống nhất trực tiếp với lợi ích của các cổ đông của ông.

Vào mùa thu năm 1969, ông đã nhấn mạnh rằng:

Bức thư vào ngày mùng 9 tháng 10 năm 1967 đã nói rằng các cân nhắc cá nhân là yếu tố quan trọng nhất khiến tôi phải điều chỉnh lại mục tiêu của chúng ta. Tôi đã bày tỏ mong muốn được giải phóng khỏi nhu cầu (tự đặt ra cho mình) tập trung 100% vào BPL. Tôi đã hoàn toàn trượt bài kiểm tra này trong suốt 18 tháng qua... Tôi biết rằng mình không muốn bị ám ảnh cả đời với ý tưởng phải vượt qua "con thỏ" đầu tư. Cách duy nhất để chậm lại là dừng hẳn.

Cách mà Buffett thực sự tiến hành giải thể BPL cũng độc đáo theo nhiều khía cạnh khác nhau. Đầu tiên, mặc dù nói với các thành viên góp vốn rằng ông không thích triển vọng đối với cổ phiếu tại các mức

giá vào năm 1969, nhưng ông vẫn công nhận rằng bất kể thế nào nhiều người vẫn sẽ duy trì cổ phần của mình. Ông giao cho Bill Ruane[(79)], người mà theo yêu cầu của chính ông và với số vốn là 20 triệu đô la từ các thành viên góp vốn BPL, thành lập Quỹ Sequoia vào năm 1970. Đó là một lựa chọn sáng suốt – Thành tích của Ruane luôn vững vàng trong suốt cả thập kỷ (và thời kỳ dài sau đó). Ông đã tự mình trở thành một nhà đầu tư huyền thoại.

Nhìn bề ngoài, việc đề xuất một nhà quản lý đầu tư khác không giống một hành động hợp lý cho lắm. Buffett thừa nhận rằng hành động này "không giống phong cách Buffett", nhưng nếu nhiều thành viên góp vốn đặt cược gần như toàn bộ giá trị tài sản ròng của họ, thì ông biết đó là một điều đúng đắn cần phải làm dù nó không chính thống ra sao. Xem cách Buffett đánh giá Ruane chúng ta sẽ hiểu thêm về các yếu tố quan trọng cần cân nhắc khi lựa chọn bất kỳ một nhà quản lý chuyên nghiệp nào.

Thứ hai, Buffett cho rằng triển vọng đối với thị trường tại thời điểm đó là khá tệ hại và mô tả một thứ gì đó mà ông coi là chưa từng có trong suốt cuộc đời đầu tư của mình. Triển vọng lợi nhuận trong 10 năm trên thị trường chứng khoán được coi là ngang ngửa lợi suất của các trái phiếu đô thị[(80)] miễn thuế và ít rủi ro hơn. Đây thực sự là một điều bất thường; trong hầu hết các môi trường thị trường, các nhà đầu tư phải từ bỏ một phần đáng kể lợi nhuận kỳ vọng từ cổ phiếu để đổi lấy tính ổn định và có thể dự đoán được mà họ đạt được từ trái phiếu. Buffett mô tả cách ông đưa ra kết luận của mình về trái phiếu, sau đó, ông đề xuất mình là người môi giới và tư vấn cho các thành viên góp vốn muốn làm theo kiến nghị của ông và mua trái phiếu đô thị; ông chọn lọc và mua một nhóm trái phiếu thích hợp cho nhu cầu và tình huống cá nhân của từng thành viên góp vốn và để các trái phiếu đó chuyển trực tiếp tới tài khoản ngân hàng của họ. Trong khi toàn bộ điều này chắc chắn là một dịch vụ chăm sóc khách hàng rất ấn tượng, nó cũng thể hiện một cái nhìn sâu sắc về tính có thể thay thế lẫn nhau của các sản phẩm đầu tư – ông cũng nhắc các thành viên góp vốn lần cuối cùng rằng mục tiêu là lợi nhuận sau thuế cao nhất với mức rủi ro tối thiểu. Chẳng có quan trọng dù mục tiêu này đạt được bằng cổ phiếu, trái phiếu, hay bất kỳ thứ nào. Chẳng có sở thích nào trong thị trường chứng khoán cả. Bạn chỉ mua những thứ gì có ích, chấm hết.

Cuối cùng, cách ông xử lý việc phân chia các chứng khoán Kiểm soát của Công ty Hợp danh thể hiện phong cách cởi mở công bằng mà mọi người mong đợi ở một hãng đầu tư hay công ty đại chúng. Các chứng khoán kiểm soát như Berkshire Hathaway, Diversified Retailing (DRC) và Blue Chip Stamps đều được chia cho các thành viên góp vốn theo tỷ lệ. Do các chứng khoán Kiểm soát nằm trong sổ sách của BPL tại mức định giá mà chỉ riêng Buffett cho là công bằng, nên ông muốn các thành viên góp vốn có quyền lựa chọn xem liệu họ muốn cổ phần doanh nghiệp chia theo tỷ lệ hay giữ giá trị bằng tiền mặt. Giống như trong bữa tiệc sinh nhật khi một người cắt bánh còn những người khác được chọn miếng bánh của mình, Buffett để các thành viên góp vốn tự do quyết định xem liệu các chứng khoán Kiểm soát hay tiền mặt là "miếng bánh lớn hơn." Khi công ty của Munger và một hãng luật khác nhìn vào điều này và nhận ra rằng lựa chọn đó sẽ không thể thực hiện, ông đã nói chuyện vô cùng cởi mở về triển vọng của mỗi doanh nghiệp, điều mà ông ít khi nói tới.

Chúng ta hãy xem xét kỹ hơn toàn bộ bốn bước đi đó:

Đề xuất Bill Ruane

Khi được yêu cầu đưa ra ý kiến của mình về Buffett để cân nhắc vào hội đồng quản trị của GEICO vào năm 1971, Ben Graham đã nói rằng: "Tôi hoàn toàn tán thành ý tưởng đó. Tôi đã rất thân thiết với Buffett trong nhiều năm và tôi phải nói rằng mình chưa từng gặp ai khác có tính cách tốt đẹp và đầu óc kinh doanh tuyệt vời như vậy."

Có vẻ một lần nữa Buffett lại học theo Graham khi ông giới thiệu Ruane. Ông cũng coi tính chính trực là phẩm chất quan trọng nhất, đứng trước sự nhạy bén trong kinh doanh. Khi lựa chọn một nhà quản lý, đó là phẩm chất quan trọng bậc nhất. Ông mô tả về Ruane như sau:

. . . Chúng tôi gặp nhau ở lớp học của Ben Graham tại trường Đại học Columbia vào năm 1951 và tôi đã có nhiều cơ hội để quan sát các phẩm chất, tính cách và trí tuệ của anh ta từ khi đó. Nếu Susie và tôi không còn trên đời trong khi con cái chúng tôi còn nhỏ, anh ta là một trong 3 người tín thác được toàn quyền hành động đối với các

vấn đề đầu tư... Chẳng có cách nào loại bỏ hết được khả năng sai sót khi đánh giá con người, đặc biệt đối với các hành vi tương lai trong một môi trường bất định. Tuy nhiên, vẫn phải ra quyết định – dù chủ động hay thụ động – và tôi cho rằng Bill sẽ là một lựa chọn đúng đắn xét về cả phẩm chất và khả năng đầu tư.

Trong đầu tư, tính chính trực luôn là thứ quan trọng nhất với Buffett trước bất kỳ điều gì khác. Điều này vẫn đúng cho tới tận ngày nay. Chắc bạn sẽ phải thích cách ông mô tả về hình mẫu nhà quản lý ông tìm kiếm cho Berkshire: "Chúng ta tìm kiếm ba thứ: trí tuệ, năng lượng và tính chính trực. Nếu họ không có phẩm chất sau cùng, thì các anh nên hy vọng họ không có hai điều đầu tiên luôn. Nếu ai đó không sở hữu tính chính trực, khi đó bạn cũng muốn họ ngu ngốc và lười biếng."

Buffett hoàn toàn hiểu rằng việc đề xuất Ruane là mạo hiểm và không chính thống: "Khi đề xuất Bill, tôi cũng đang thực hiện một hành động mà tôi luôn cố tránh trong các hoạt động với danh mục đầu tư tại BPL – một quyết định mà sẽ chẳng được lợi gì (về cá nhân) mà lại có thể mất rất nhiều." Nếu thành tích của Ruane tốt, thì Buffett cũng chẳng được ghi công gì, nhưng nếu Ruane thực hiện kém, thì chắc ông sẽ bị đổ lỗi. Đó là tình huống "ngửa họ thắng, sấp ta thua". Nhưng, theo quan điểm đạo đức, thì ông cảm thấy mình hầu như không được lựa chọn. Chẳng làm gì không có vẻ là một lựa chọn khả thi. "Tôi cảm thấy thật không công bằng cho tôi khi đảm nhận một vị trí thụ động và đưa cho mọi người một nhân viên bán hàng thuyết phục nhất mà vô tình đã liên hệ với mọi người vào năm 1970."

Buffett đã cẩn thận chỉ rõ các hạn chế và rủi ro tiềm tàng khi Ruane lên làm quản lý. Đầu tiên là câu hỏi về quy mô – một nhà quản lý xuất sắc phải có khả năng làm tăng khối tài sản qua thành tích đầu tư và các khoản vốn bổ sung mà chắc chắc sẽ kéo thành tích đi xuống. Ruane đã ngừng tiếp nhận thêm nhà đầu tư mới vào năm 1982 để giải quyết vấn đề này. Bên cạnh rủi ro do quy mô quá lớn, Ruane còn vừa điều hành một công ty tư vấn đầu tư và một quỹ đầu tư, nên không thể tập trung toàn lực vào Sequoia; việc phân tâm đó cũng là một rủi ro mà Buffett đã cẩn thận chỉ ra.

Đề xuất đó đã rất hiệu quả nhưng phải mất khá nhiều năm. (Xem các số liệu thành tích đầu tư của Ruane tại Phụ lục C.) Ông đã hoạt động kém hơn chỉ số S&P trong suốt bốn năm đầu tiên và phải mãi

tới năm thứ bảy thì cuối cùng ông mới bắt kịp và bắt đầu đạt thành tích tốt hơn trên cơ sở tích lũy. Nhìn lại thành tích này trong một bối cảnh lịch sử rộng lớn hơn là một chuyện; còn sống sót qua giai đoạn đó là một chuyện hoàn toàn khác, nhưng những ai bám trụ được sẽ có phần thưởng xứng đáng. Trong suốt thập kỷ, Ruane luôn đánh bại thị trường, đưa ra lợi nhuận trung bình hàng năm gấp đôi.

Nếu định chọn một người nào khác quản lý quỹ của mình, bạn phải có niềm tin vững chắc vào tính chính trực và khả năng của họ cũng như phải hiểu rõ về quá trình hoạt động của họ. Ruane là một học trò của Graham, một nhà đầu tư giá trị đích thực và gần như chắc chắn sẽ hoạt động không tốt trong những giai đoạn cuối của đỉnh điểm thị trường giá lên. Bằng cách đó, bạn có thể đưa ra những ngoại lệ cho quy tắc của mình, chẳng hạn bài thử thành tích tương đối 3-5 năm, khi bạn xác định được tính chất đầu cơ của thị trường.

Dưới đây là một số thống kê thú vị từ Joel Greenblatt sau khi ông nghiên cứu 25% các nhà quản lý hàng đầu hoạt động tốt hơn thị trường trong suốt thập kỷ đó: 97% số họ đều có ít nhất 3 năm đạt thành tích xếp ở nửa cuối và 47% số họ đều có ít nhất 3 năm đạt thành tích ở mức 10% cuối cùng. Bài thử 3-5 năm của Buffett chính là tiêu chuẩn. Nếu số vốn của bạn đang hoạt động kém hiệu quả trong tay của ai đó, bạn cần suy nghĩ kỹ về các lựa chọn mình đã thực hiện.

Trái phiếu đô thị, ai muốn không?

Ruane đã được yêu cầu giúp đỡ các thành viên góp vốn muốn ở lại thị trường chứng khoán của BPL, nhưng Buffett lại muốn họ nhìn thị trường từ một góc độ khác: “Lần đầu tiên trong suốt quãng đời đầu tư của mình, hiện tại tôi tin rằng những người bình thường hầu như không có lựa chọn giữa việc để tiền được quản lý chuyên nghiệp dưới dạng cổ phiếu và đầu tư thụ động vào trái phiếu. Nếu đúng, quan điểm này có một số hệ quả quan trọng.” Khi nói đến các khoản đầu tư vào các chứng khoán phổ biến trong một thị trường quá rộng, rất đáng để ghi nhớ quy tắc của Munger: Nếu thứ gì đó không đáng làm, thì chắc chắn cũng không đáng để làm tốt.

Buffett đã mô tả tình huống mà các nhà đầu tư trung bình trong năm 1969 gặp phải ở khung thuế 40%. Các trái phiếu đô thị miễn thuế

có lợi suất là 6,5-7% tại thời điểm đó. Ông nghĩ cổ phiếu sẽ không thể tăng nhiều hơn 6% mỗi năm và trả 3% cổ tức trong suốt thời kỳ. Để làm cho các trái phiếu miễn thuế có lợi suất tương đương, cần giảm lợi suất trước thuế tối đa 9% của cổ phiếu – mức 6% nhờ tăng giá sẽ trở thành 4,75% và mức 3% cổ tức sẽ thành 1,75% để kết hợp thành lợi suất sau thuế khoảng 6,5%, bằng mức lợi suất từ trái phiếu.

Nếu Buffett đúng về cổ phiếu, thì các trái phiếu đô thị của ông sẽ đưa ra cùng mức lợi suất. Mức 6,5% từ cổ phiếu đó là điều ông kỳ vọng quỹ chỉ số sẽ đạt được; Buffett phát hiện ra rằng 90% các quỹ đầu tư sẽ đạt thành tích kém hơn. Ông kết luận rằng, dưới "các điều kiện bất thường trong lịch sử, việc đầu tư thụ động vào trái phiếu miễn thuế sẽ tương đương với kỳ vọng lợi nhuận từ khoản đầu tư vào cổ phiếu được quản lý chuyên nghiệp và chỉ thấp hơn một chút ít so với các khoản đầu tư vào cổ phiếu được quản lý tốt."

Buffett đã viết một bài luận ngắn về thị trường trái phiếu đô thị và đề nghị các thành viên góp vốn đọc và ngẫm thật kỹ nếu họ muốn tranh thủ sự giúp đỡ của ông để quyết định mua các trái phiếu đó. Họ có các lựa chọn sau: mua trái phiếu, mua cổ phiếu hay giữ tiền mặt. Dù họ quyết định thế nào, thì ông vẫn muốn vạch trần cho họ xem mánh khóe của một kẻ bán hàng dẻo miệng, có thể sẽ lừa họ để lấy khoản lợi nhuận mà ông đã từng phải làm việc cật lực để kiếm cho họ.

Khi công nhận câu hỏi hóc búa về việc phân bổ tài sản, Buffett đã kết thúc bức thư tháng 10 như sau:

Mọi người sẽ phải tự ra quyết định lựa chọn giữa trái phiếu và cổ phiếu và, nếu lựa chọn cổ phiếu thì ai sẽ tư vấn cho các anh về các cổ phiếu đó. Trong nhiều trường hợp, tôi nghĩ quyết định phần nhiều phản ánh các nhu cầu hữu hình và vô hình (thất thường) của mọi người về việc có thu nhập ổn định và giữ số vốn góp không biến động nhiều. Các nhu cầu đó có lẽ được cân bằng bởi các nhu cầu tinh thần muốn có thêm phấn khích và niềm vui khi được dự tính và thưởng thức các "trái ngọt". Nếu các anh muốn thảo luận vấn đề này cùng tôi, tôi sẽ rất vui lòng được giúp.

Nhiều người khôn ngoan đã dành nhiều suy nghĩ và nỗ lực vào các câu hỏi về phân bổ tài sản trong suốt các năm qua. Thông qua Buffett, chúng ta hiểu rằng chẳng có công thức màu nhiệm nào. Bạn không thể chỉ lấy 100 trừ đi số tuổi của mình và đặt số phần trăm đó

vào cổ phiếu hay trông cậy vào một số thủ thuật công thức khác. Dù trái phiếu thường ít rủi ro hơn cổ phiếu, nhưng nó cũng không phải là chân lý phổ quát. Chỉ cần nhìn vào thị trường vào giữa năm 2015 là biết – chẳng hề có lợi nhuận trong thị trường trái phiếu. Đôi lúc trái phiếu ít rủi ro hơn nhưng lúc khác thì lại không. Các loại chứng khoán bạn chọn chỉ là phương tiện để đạt kết quả thôi; đừng lẫn lộn cái trước với cái sau. Trong bất kỳ quyết định đầu tư nào, luôn có hai câu hỏi chính: Lợi nhuận lớn nhất có thể là gì, và rủi ro là gì?

Hôm nay, các trái phiếu chính phủ Mỹ kỳ hạn 10 năm có lợi suất là 2,4%, một mức chỉ nhỉnh hơn lạm phát dự tính một chút, có nghĩa là lợi suất thực sự là không đáng kể. Thường được coi là rủi ro hơn, các cổ phiếu đưa ra mức lợi suất khoảng gần 6%. Dù lệ thường là vậy, nhưng hiện nay các trái phiếu chính phủ có vẻ thuộc loại tài sản rủi ro hơn. Như chúng ta đều biết, không phải điều gì theo lệ thường thì cũng đều thận trọng và chính xác. Bạn sẽ phải tự mình suy nghĩ về điều này. Theo quan điểm của Buffett, vào đầu năm 1970, điều duy nhất khiến cổ phiếu hấp dẫn hơn trái phiếu đô thị là tính phấn khích mà chúng mang lại.

Chứng khoán Kiểm soát

Vào tháng 9 năm 1969, ông đã đưa ra báo cáo về hai Chứng khoán Kiểm soát của hãng, sau đó tập trung trả lời các câu hỏi phản hồi của thành viên góp vốn.

Đây là một trong những báo cáo chi tiết nhất ông từng đưa ra về triển vọng của một chứng khoán, gần giống như một khuyến nghị đầu tư như chúng ta từng thấy ông đưa ra.

Theo quan điểm cá nhân tôi, giá trị nội tại của DRC và B-H sẽ tăng trưởng đáng kể trong những năm tới. Dù chẳng ai biết được tương lai, nhưng tôi sẽ rất thất vọng nếu mức tăng trưởng đó không ở mức xấp xỉ 10% mỗi năm... Tôi nghĩ cả hai chứng khoán này sẽ là các cổ phần tốt để giữ dài hạn và tôi rất vui nếu có một phần đáng kể giá trị tài sản ròng của tôi đầu tư vào chúng...Nếu tôi tiếp tục giữ các chứng khoán đó, như tôi hoàn toàn mong muốn, mức độ tham gia của tôi vào các hoạt động đó có thể sẽ thay đổi tùy theo các lợi ích khác của tôi. Nhiều khả năng là tôi sẽ sẵn sàng nhận một vị trí

quan trọng liên quan tới các vấn đề chính sách, nhưng tôi chẳng muốn có thêm nghĩa vụ đạo đức nào ngoài việc là một cổ đông thụ động…

Ban đầu, ý định của Buffett là đưa cho các thành viên góp vốn quyền lựa chọn giữa (1) nhận cổ phần của các công ty kiểm soát theo tỷ lệ hay (2) chọn nhận giá trị của các chứng khoán Kiểm soát bằng tiền mặt. Điều này vô cùng công bằng bởi Buffett đã xác định được việc định giá; ông cảm thấy các thành viên góp vốn nên được quyền chọn bất kỳ lựa chọn nào mà họ cảm thấy có giá trị hơn. Thật không may, luật sư lại không cho phép điều đó. Tất cả các thành viên góp vốn sẽ nhận được cổ phần của mình và nếu muốn bán, họ sẽ phải tự mình làm.

Một câu hỏi thú vị là tại sao ông không đăng ký các cổ phiếu đó để chúng có thể được tự do mua bán. Hàm ý đằng sau câu hỏi này là các cổ phiếu sẽ có tính thanh khoản tốt hơn – dễ bán hơn nếu Buffett đăng ký chúng từ trước. Điểm mấu chốt trong dự tính của Buffett về điều này là các thành viên góp vốn muốn bán chứng khoán sẽ có lợi hơn nếu không đăng ký. Ông cảm thấy rằng, với môi trường thị trường vào thời điểm đó, có khả năng thực tế là "thị trường cho hai chứng khoán này không quá náo nhiệt." Và ông tiếp tục nói rằng, "Tôi tin rằng bằng cách bán theo thỏa thuận riêng, các thành viên góp vốn muốn bán sẽ thu được nhiều lợi nhuận hơn từ chứng khoán của họ… Chúng ta đã nhận được rất nhiều cuộc gọi từ các bên muốn thực hiện giao dịch riêng – chúng ta dự đoán rằng sẽ chẳng có khó khăn gì tác động tới các vụ giao dịch đó tại các mức giá theo định giá cuối năm của chúng ta." Nếu Buffett đăng ký chứng khoán từ trước, có khả năng là những người muốn hay cần phải bán chứng khoán sẽ nhận mức giá thấp hơn.

Buffett đã đảm bảo rằng tất cả các người chơi đều được đối xử công bằng khi tự quyết định điều họ nên làm với các chứng khoán Kiểm soát của mình. Ông không nói riêng với các thành viên góp vốn về ba công ty đó; ông muốn mọi người đều bình đẳng và cùng có quyền nhận được các thông tin chính xác như nhau. Ông nhận câu hỏi bằng văn bản và sau đó thêm câu trả lời vào để tất cả các thành viên góp vốn đều được hưởng lợi.

Đây là cách ông tiếp tục xử lý việc truyền đạt thông tin tại Berkshire Hathaway. Cho đến nay, trong khi các nhà đầu tư tổ chức

lớn thường có lợi thế hơn so với các nhà đầu tư nhỏ qua các buổi họp riêng thường kỳ với đội ngũ quản lý của công ty đại chúng, thì Buffett vẫn từ chối làm vậy. Tất cả các nhà đầu tư đều có cùng cơ hội để hỏi và nhận câu trả lời trước mặt mọi người tại Đại hội cổ đông thường niên ở Omaha. Cho đến hiện tại, đây vẫn là ý tưởng độc đáo; nó thể hiện lòng tin của ban quản trị rằng việc công bố thông tin có chọn lọc, ngay cả dù bản chất không trọng yếu, đều là phi đạo đức.

Với kế hoạch đã thông báo về việc tích lũy thêm chứng khoán sau khi đóng cửa Công ty Hợp danh, Buffett sẽ đạt lợi ích tài chính tốt nhất nếu không nói gì; ông nói càng ít thì các thành viên góp vốn càng muốn chọn bán cổ phiếu của họ. Thật ngạc nhiên khi nghĩ (đặc biệt khi sau này nhìn lại) rằng mọi người thực sự bán cổ phiếu, mặc dù rất nhiều người đã thực sự làm vậy. Khoản cổ phần khá lớn của Buffett trong cả ba chứng khoán đó ít nhất đã tăng gấp đôi một năm sau khi BPL đóng cửa và toàn bộ sau đó được hợp nhất vào Berkshire ở những thời điểm khác nhau.

Bài học từ Thư gửi thành viên góp vốn Vài lời trước khi đóng cửa

NGÀY 29 THÁNG 5 NĂM 1969

Thân gửi các thành viên góp vốn của tôi:

Khoảng 18 tháng trước, tôi đã viết cho mọi người về các yếu tố cá nhân và môi trường thay đổi khiến tôi phải điều chỉnh lại mục tiêu thành tích tương lai của chúng ta.

Môi trường đầu tư tôi nói tới tại thời điểm đó (và thời điểm tôi bình luận trên nhiều bức thư khác) nhìn chung đã dần trở nên tiêu cực và bất lợi hơn theo thời gian. Có lẽ chỉ do đầu óc tôi thích ứng không linh hoạt cho lắm. (Một người quan sát đã bình luận về hơn 40 nhà phân tích chứng khoán rằng: “Họ biết quá nhiều điều mà chẳng còn đúng nữa.”)

Tuy nhiên, đối với tôi có vẻ là: (1) các cơ hội đầu tư rộng mở với các nhà đầu tư theo hướng định lượng hầu như đã biến mất, sau khi dần dần "bốc hơi" trong suốt 20 năm qua; (2) giá trị tài sản 100 triệu đô la của chúng ta cũng sẽ loại bỏ một phần lớn thế giới đầu tư dường như đã cằn cỗi này, do các cam kết nhỏ hơn 3 triệu đô la không thể có tác động thực sự tới thành tích tổng thể của chúng ta, và điều này gần như loại bỏ các công ty có ít hơn 100 triệu đô la cổ phiếu phổ thông tại giá thị trường; và (3) lãi suất ngày càng tăng trong thành tích đầu tư đã tạo ra thị trường ngày càng định hướng ngắn hạn và (theo quan điểm của tôi) có tính đầu cơ mạnh hơn.

Bức thư vào ngày mùng 9 tháng 10 năm 1967 đã nói rằng các cân nhắc cá nhân là yếu tố quan trọng nhất khiến tôi phải điều chỉnh lại mục tiêu của chúng ta. Tôi đã bày tỏ mong muốn được giải phóng khỏi nhu cầu (tự đặt ra cho mình) tập trung 100% vào BPL. Tôi đã hoàn toàn trượt bài kiểm tra này trong suốt 18 tháng qua. Bức thư nói rằng: tôi hy vọng các mục tiêu giới hạn này sẽ giúp chúng ta bớt nhọc công hơn. Nó không hoạt động theo cách đó. Miễn là tôi còn "trên sàn", công bố báo cáo thành tích định kỳ và gánh vác trách nhiệm với số vốn gần 100% giá trị tài sản ròng của rất nhiều thành viên góp vốn, thì tôi sẽ không bao giờ có thể đặt những cố gắng duy trì liên tục vào bất kỳ hoạt động nào ngoài phục vụ cho BPL cả. Nếu tham gia công khai, tôi không thể không cạnh tranh được. Tôi biết rằng mình không muốn bị ám ảnh cả đời với ý tưởng phải vượt qua "con thỏ" đầu tư. Cách duy nhất để chậm lại là dừng hẳn.

Do đó, trước khi kết thúc năm, tôi sẽ gửi cho toàn bộ các thành viên góp vốn thông báo chính thức về ý định nghỉ hưu của tôi. Tất nhiên, còn một số vấn đề thuế và pháp lý liên quan tới việc thanh lý Công ty Hợp danh, nhưng nhìn chung, tôi đang quan tâm tới việc lập ra một kế hoạch để đạt được các mục tiêu sau đây:

1. Điều quan trọng nhất là tôi có một giải pháp quản lý tiền bạc thay thế để đề xuất tới những thành viên góp vốn mà không muốn tự mình thực hiện công việc này. Tất nhiên, một số thành viên góp vốn sẽ có giải pháp khác của riêng mình mà họ tin vào và thấy khá chấp nhận được. Tuy nhiên, đối với các thành viên góp vốn khác, tôi sẽ không chỉ gửi lời chúc may mắn tới số tiền của họ. Tôi định giới thiệu một nhà quản lý đầu tư thay thế mà tôi sẽ ủy thác các khoản đầu tư của người thân và những người mà tôi có trách nhiệm tài chính cả đời với họ. Nhà quản lý này có tính

chính trực, năng lực và có thể sẽ làm tốt bằng hay tốt hơn điều tôi có thể làm được trong tương lai (mặc dù sẽ không bằng thành tích mà anh ta hay tôi từng đạt được trước đây). Anh ta sẽ sẵn sàng tiếp nhận bất kỳ thành viên góp vốn nào, và sẽ không có quy định về khoản đầu tư tối thiểu để làm khó bất kỳ ai cả. Trong tương lai, tôi vẫn sẽ quan sát những điều anh ta làm, nhưng chỉ thỉnh thoảng và lời tư vấn của tôi phần nhiều sẽ bị giới hạn chỉ nhắm vào những điều tiêu cực.

2. Tôi muốn tất cả các thành viên góp vốn chọn nhận tiền mặt và có thể các chứng khoán khả mại (có thể sẽ chỉ có một chứng khoán thuộc loại này) mà tôi thích cả triển vọng lẫn giá của nó nhưng các thành viên góp vốn cũng có thể tự do chuyển đổi sang tiền mặt nếu muốn.

3. Tuy nhiên, tôi cũng muốn tất cả các thành viên góp vốn chọn duy trì lợi ích theo tỷ lệ của mình tại hai công ty được chúng ta kiểm soát (Diversified Retailing và Berkshire Hathaway và một công ty nhỏ khác "bị giới hạn". Do các chứng khoán này hoàn toàn do mình tôi định giá tại giá thị trường hợp lý, nên tôi nghĩ điều quan trọng là, nếu muốn, mọi người có thể duy trì lợi ích theo tỷ lệ của mình theo định giá đó.

Tuy nhiên, các chứng khoán này không thể giao dịch tự do trên thị trường (do các hạn chế mà Ủy ban Giao dịch và Chứng khoán Mỹ áp dụng cho các cổ phiếu "Kiểm soát" và cổ phiếu không được đăng ký) và chúng cũng có thể không chuyển nhượng được hay tạo ra thu nhập trong một khoảng thời gian đáng kể. Do đó, tôi muốn mọi người tự chọn đi theo hướng nào sau khi chúng ta giải thể – gắn bó với các chứng khoán bị giới hạn hay nhận tiền mặt. Tôi rất thích tất cả những người đang điều hành các doanh nghiệp được chúng ta kiểm soát (hiện có thêm Illinois National Bank và Trust Company tại Rockford, Illinois tham gia, một ngân hàng giá trị hơn 100 triệu đô la được điều hành cực kỳ tốt, mới được Berkshire Hathaway mua lại đầu năm nay) và muốn giữ quan hệ này dài lâu. Tôi chắc chắn không muốn bán một doanh nghiệp được chúng ta kiểm soát tốt, được những người tôi thích và ngưỡng mộ điều hành, chỉ để đạt được một mức giá ưa thích. Tuy nhiên, các điều kiện cụ thể có thể sẽ khiến một đơn vị hoạt động bị bán đi tại thời điểm nào đó.

Tôi tin rằng chúng ta sẽ có một chương trình thanh lý thực hiện

được các mục tiêu trên. Hoạt động của chúng ta trong vấn đề này sẽ không làm thay đổi kế hoạch thuế của mọi người cho năm 1969.

Mục tiêu cuối cùng của chúng tôi, mà tôi rất muốn đạt được (nhưng sẽ không thể xảy ra) là ra đi trong vinh quang. Tôi ghét phải kết thúc bằng một năm tệ hại, nhưng chúng ta sẽ có một năm như vậy trong năm 1969. Phán đoán tốt nhất của tôi là vào cuối năm, khi cho phép mức tăng đáng kể trong giá trị của các công ty được kiểm soát (tại đó tất cả các thành viên góp vốn trừ tôi đều có quyền chọn nhận tiền mặt), chúng ta sẽ đạt kết quả hòa vốn cho năm 1969 trước khi bất kỳ khoản thanh toán hàng tháng nào được chi trả cho thành viên góp vốn. Điều này sẽ đúng ngay cả khi thị trường tăng lên đáng kể từ bây giờ cho tới cuối năm, do chúng ta sẽ không ở bất kỳ vị thế quan trọng nào mà bị ảnh hưởng bởi chiều đi lên của thị trường.

Thành tích đầu tư vào các chứng khoán Tính toán của chúng ta trong năm nay rất tệ hại – trong suốt thời gian này, tôi cảm giác như một chú chim vô tình bay lạc vào giữa trận cầu lông. Không phải chỉ mình chúng ta chịu kết quả đó, nhưng nó lại xuất hiện đúng vào thời điểm chúng ta đang dần tới giới hạn trên của phạm vi thành tích cam kết trong loại chứng khoán này.

Việc ghi chép sai lầm ngớ ngẩn là một công việc thật khó chịu. Tôi thấy việc "báo cáo chọn lọc" thậm chí còn đáng ghét hơn nhiều. Thành tích tệ hại của chúng ta trong năm nay hoàn toàn do lỗi của tôi. Nó không phản ánh vận rủi, mà đúng hơn là việc đánh giá không đúng về xu hướng chính phủ đang phát triển rất nhanh. Nghịch lý thay, tôi đã luôn tin rằng đáng lẽ chính phủ nên làm (ở khía cạnh các vấn đề bị công kích – không nhất thiết ở khía cạnh các phương tiện được sử dụng) điều mà cuối cùng họ đã làm – nói cách khác, nhìn chung, tôi tin rằng mục tiêu chung của hoạt động mà đã tiêu tốn của chúng ta kha khá tiền được xã hội mong muốn và ủng hộ trong một thời gian. Tuy nhiên, tôi không nghĩ nó sẽ xảy ra. Tôi chưa bao giờ tin vào việc trộn lẫn điều tôi nghĩ nên xảy ra (về mặt xã hội) với điều tôi nghĩ sẽ xảy ra trong khi ra quyết định – trong trường hợp này, chúng ta có thể đã đạt thành tích tốt hơn cả triệu lần nếu tôi làm như vậy.

Thẳng thắn mà nói, dù có bất kỳ yếu tố nào nêu ở trang trước xảy ra, thì tôi chắc sẽ tiếp tục điều hành Công ty Hợp danh vào năm 1970, hay thậm chí năm 1971, nếu tôi có một vài ý tưởng đầu tư "loại 1." Không phải bởi vì tôi muốn, mà đơn giản bởi tôi thà kết thúc bằng

một năm tốt đẹp còn hơn một năm tệ hại. Tuy nhiên, tôi chỉ không thấy điều gì có sẵn có thể cho chúng ta hy vọng về một năm tốt đẹp như vậy và tôi cũng không muốn phải mò mẫm xung quanh, hy vọng "may mắn" sẽ mỉm cười với tiền bạc của người khác. Tôi không hài lòng với môi trường thị trường này và tôi không muốn hủy hoại thành tích kha khá bằng việc cố chơi một trò mà tôi còn chẳng hiểu, để tôi có thể ra đi như một người anh hùng.

Do đó, chúng ta sẽ thanh lý các cổ phần nắm giữ trong năm, làm việc với các công ty được kiểm soát còn lại, chứng khoán "trong thư đầu tư", chứng khoán khả mại với triển vọng dài hạn thuận lợi, và các "nhánh" khác, v.v. với tổng giá trị nhỏ mà cần nhiều năm để dọn dẹp trong nhóm chứng khoán Tính toán.

Tôi đã viết bức thư này sớm hơn một chút để thay cho bức thư vào giữa năm. Ngay khi ra quyết định, tôi muốn mọi người biết luôn. Tôi cũng muốn luôn có mặt tại Omaha trong một thời gian sau khi mọi người nhận được bức thư này để giúp làm sáng tỏ bất kỳ điều gì vướng mắc. Vào tháng 7, tôi hy vọng sẽ tới California.

Vài người sẽ hỏi rằng: "Kế hoạch của anh là gì?" Tôi không có đáp án cho câu hỏi đó. Tôi biết rằng ở tuổi 60, tôi sẽ cố gắng đạt được các mục tiêu cá nhân khác những điều tôi ưu tiên ở tuổi 20. Vì vậy, trừ phi giờ tôi tách biệt bản thân khỏi hoạt động mà tiêu tốn hầu hết thời gian và năng lượng của tôi trong 18 năm đầu cuộc đời trưởng thành của tôi, nếu không tôi chắc sẽ không thể phát triển các hoạt động phù hợp với hoàn cảnh mới trong những năm tiếp theo.

Chúng ta sẽ có một bức thư vào mùa thu, có lẽ tháng 10, để nói chi tiết về thủ tục thanh lý, đề xuất nhà tư vấn đầu tư, v.v.

Chân thành,

Warren E. Buffett

NGÀY 9 THÁNG 10 NĂM 1969

Trừ khi thị trường suy giảm đáng kể, nếu không tôi vẫn kỳ vọng thành tích hòa vốn trước khi bất kỳ khoản thanh toán hàng tháng nào

được thực hiện cho năm 1969. Chúng ta đã gặp may – nếu chúng ta không thanh lý trong năm nay, kết quả chắc sẽ còn tệ hơn nhiều. Cho đến nay, các ý tưởng đầu tư trên cơ sở "tiếp tục" nhìn chung vẫn đạt thành tích khá tệ hại. Chúng ta chỉ còn hai chứng khoán có quy mô tương đối – một chứng khoán chúng ta đang bán tại thời điểm tôi viết bức thư này còn chứng khoán kia có tính khả mại hạn chế chiếm khoáng 7,5% các cổ phiếu của Blue Chip Stamps đang lưu hành mà chúng ta có thể bán qua việc chào bán công khai có đăng ký vào khoảng cuối năm, tùy theo các điều kiện thị trường và các yếu tố khác.

NGÀY 9 THÁNG 10 NĂM 1969

. . . Bill Ruane – Chúng tôi gặp nhau ở lớp học của Ben Graham tại trường Đại học Columbia vào năm 1951 và tôi đã có nhiều cơ hội để quan sát các phẩm chất, tính cách và trí tuệ của anh ta từ khi đó. Nếu Susie và tôi không còn trên đời trong khi con cái chúng tôi còn nhỏ, anh ta là một trong 3 người tín thác được toàn quyền hành động đối với các vấn đề đầu tư – hai người còn lại sẽ không thể thực hiện quản lý đầu tư liên tục cho toàn bộ các thành viên góp vốn được, dù lớn hay nhỏ.

Chẳng có cách nào loại bỏ hết được khả năng sai sót khi đánh giá con người, đặc biệt đối với các hành vi tương lai trong một môi trường bất định. Tuy nhiên, vẫn phải ra quyết định – dù chủ động hay thụ động – và tôi cho rằng Bill sẽ là một lựa chọn đúng đắn xét về cả phẩm chất và khả năng đầu tư. Tôi cũng cho rằng Bill có thể tiếp tục giữ vị trí nhà quản lý đầu tư trong nhiều năm tới.

Gần đây, Bill đã thành lập một công ty hoạt động trên Sàn giao dịch chứng khoán New York tên là Ruane, Cunniff & Stires. Hiện tại, John Harding đang lên kế hoạch mở một văn phòng cho công ty tại Omaha vào ngày 1 tháng 3 năm 1970. Bill quản lý từng tài khoản trên cơ sở phí và cũng thực hiện môi giới cho các tài khoản – hiện tại một phần hoa hồng môi giới được dùng để bù đắp một phần phí tư vấn đầu tư. Phương pháp hoạt động của anh cho phép việc rút tiền hàng tháng trên cơ sở tương tự như BPL – một phần trăm số vốn và không liên quan tới lãi hay lỗ thực hiện hay chưa thực hiện. Anh ta cũng có thể sẽ thành lập một số loại tài khoản góp vốn chung nhưng các quyết

định đó sẽ tùy theo anh ta và những người chọn đồng hành cùng anh ta. Tất nhiên, tôi sẽ không tham gia vào hoạt động của anh ta. Tôi sẽ chuyển danh sách các thành viên góp vốn cho anh ta và anh ta sẽ sớm viết thư trả lời mọi người về chuyến đi dự định của mình tới Omaha, Los Angeles và Chicago trước cuối năm nay, để người nào muốn thì có thể gặp anh ấy. Bất kỳ ai sẽ có mặt tại New York trong vài tháng tới có thể liên hệ trực tiếp với anh ta.

Thành tích tổng thể của Bill rất tốt – trung bình cũng gần bằng thành tích của BPL, nhưng có mức biến động lớn hơn đáng kể. Trong các giai đoạn 1956-1961 và 1964-1968, các tài khoản cá nhân của anh ta trung bình đạt lợi nhuận hơn 40% mỗi năm. Tuy nhiên, vào năm 1962, chắc chắn phần nào do thành tích tuyệt vời của các năm trước, nên thành tích của anh ta giảm xuống khoảng 50%. Nhờ định hướng lại lối tư duy của mình, thành tích của anh ta trong năm 1963 gần như hòa vốn.

Mặc dù hai năm có thể là thời gian khá ngắn để nói về thành tích, nhưng cảm giác là thời gian khá dài khi giá trị tài sản ròng của mọi người bị giảm xuống 50%. Tôi nghĩ mọi người sẽ luôn gặp loại rủi ro ngắn hạn này với gần như mọi nhà quản lý đầu tư chứng khoán và đó cũng là một yếu tố cần cân nhắc khi quyết định số vốn mọi người sẽ đặt vào thị trường chứng khoán. Cho đến nay, trong năm 1969, thành tích của Bill giảm khoảng 15%, tôi tin đây là mức khá điển hình cho phần lớn các nhà quản lý đầu tư.

Tất nhiên, Bill không ở trong các tình huống đầu tư Kiểm soát hay Tính toán, những tình huống mà thường có xu hướng tiết chế mức biến động trong thành tích qua các năm của BPL. Ngay cả khi loại bỏ các yếu tố đó, tôi vẫn tin rằng thành tích của anh ta sẽ phần nào bất ổn hơn (nhưng không nhất thiết là tệ hơn theo bất kỳ cách nào) thành tích của tôi – anh ta có phong cách đầu tư khác, và dù danh mục đầu tư của anh ta (trong hầu hết các điều kiện) sẽ phần nhiều trùng lặp với danh mục của tôi, nhưng sẽ luôn có những sự khác biệt lớn.

Bill đạt thành tích tốt khi hoạt động với số vốn từ 5 tới 10 triệu đô la. Tôi nghĩ ba yếu tố có thể tác động tiêu cực tới thành tích tương lai của anh ta là: (1) khả năng quản lý số vốn lớn hơn nhiều – đây là vấn đề mọi người sẽ gặp với bất kỳ nhà quản lý đầu tư thành công nào, và nó sẽ tiết chế lại thành tích đầu tư; tôi tin rằng công ty của Bill hiện đang quản lý số vốn trong khoảng 20-30 triệu và, tất nhiên, họ vẫn sẽ

nhận thêm các nhà đầu tư mới; (2) có khả năng Bill quan tâm quá nhiều vào chi tiết hoạt động của anh ta thay vì dành toàn bộ thời gian của mình để nghĩ tới việc quản lý đầu tư. Vấn đề khi là nhân tố chủ chốt trong một công ty hoạt động trên Sàn giao dịch chứng khoán New York cũng như xử lý các tài khoản cá nhân là anh ta, giống như hầu hết các nhà tư vấn đầu tư, sẽ chịu các áp lực phải giành phần nhiều thời gian vào các hoạt động mà chẳng giúp cải thiện gì cho thành tích đầu tư cả. Về điều này, tôi đã yêu cầu Bill giới thiệu các dịch vụ của anh ta tới tất cả các thành viên góp vốn của BPL – dù lớn hay nhỏ – và anh ta đồng ý sẽ làm vậy, nhưng tôi cũng nói rằng anh ta sẽ hoàn toàn là một người đại diện độc lập nếu anh ta nhận thấy có bất kỳ khách hàng nào làm anh ta đi chệch khỏi công việc chính của mình; (3) có khả năng cao là ngay cả việc quản lý đầu tư xuất sắc cũng sẽ chỉ tạo ra các lợi thế ít ỏi so với việc quản lý thụ động trong thập kỷ tới. Tôi sẽ bình luận về điều này dưới đây.

Yếu tố tiêu cực cuối cùng không phải là hạn chế tạo ra thành tích đầu tư tệ hại, mà là tạo ra thành tích chỉ ở mức trung bình. Tôi nghĩ đây là rủi ro mà mọi người sẽ gặp phải khi đồng hành cùng Bill – và thành tích ở mức trung bình cũng không phải là một rủi ro tệ lắm.

Khi đề xuất Bill, tôi cũng đang thực hiện một hành động mà tôi luôn cố tránh trong các hoạt động với danh mục đầu tư tại BPL – một quyết định mà sẽ chẳng được lợi gì (về cá nhân) mà lại có thể mất rất nhiều. Một số người bạn của tôi không tham gia vào Công ty Hợp danh nói rằng tôi không nên giới thiệu bởi nếu kết quả tốt, tôi cũng chẳng có lợi lộc gì, còn nếu có vấn đề gì đó, chắc tôi sẽ bị đổ lỗi phần nào. Nếu tôi và mọi người có một mối quan hệ thương mại thông thường, thì lập luận đó có vẻ hợp lý. Nhưng, mức độ tin tưởng mà các thành viên góp đặt lên tôi và sự hợp tác được thể hiện theo nhiều cách khác nhau ngăn tôi thực hiện một chính sách "không can thiệp" như vậy. Nhiều người là các nhà đầu tư chuyên nghiệp hay gần vậy nên chẳng cần tôi phải giới thiệu người quản lý – mọi người có thể tự mình làm tốt hơn nhiều. Đối với những thành viên góp vốn không có kinh nghiệm tài chính, thì tôi cảm thấy thật không công bằng cho tôi khi đảm nhận một vị trí thụ động và đưa cho mọi người một nhân viên bán hàng thuyết phục nhất mà vô tình đã liên hệ với mọi người vào năm 1970.

NGÀY 9 THÁNG 10 NĂM 1969

Nếu là 10 năm trước thì tôi khá sẵn sàng đặt mục tiêu là lợi thế 10 điểm phầm trăm mỗi năm so với chỉ số Dow, với kỳ vọng chỉ số Dow sẽ đạt mức trung bình 7%. Điều này có nghĩa thành tích kỳ vọng của chúng ta là khoảng 17%, tất nhiên với khoảng dao động rộng và không có gì đảm bảo – tuy nhiên, đó là thành tích kỳ vọng. Tại thời điểm đó, các trái phiếu miễn thuế cho lợi nhuận khoảng 3%. Dù cổ phiếu có bất lợi là thành tích không ổn định, thì nhìn chung chúng vẫn có vẻ là một lựa chọn đáng mong đợi hơn. Tôi cũng đã nhấn mạnh sự ưa thích hơn này trong khi dạy các lớp học, tham gia vào các cuộc thảo luận nhóm, v.v.

Lần đầu tiên trong suốt quãng đời đầu tư của mình, hiện tại tôi tin rằng những người bình thường hầu như không có lựa chọn giữa việc để tiền được quản lý chuyên nghiệp dưới dạng cổ phiếu và đầu tư thụ động vào trái phiếu. Nếu đúng, quan điểm này có một số hệ quả quan trọng. Hãy để tôi giải thích ngắn gọn (và theo cách đơn giản nhất) tình huống này dưới giác độ của tôi:

1. Tôi đang nói về tình huống đối với một đối tượng nộp thuế ở khung thuế thu nhập liên bang là 40% mà cũng có nghĩa vụ với thuế thu nhập tiểu bang. Có nhiều đề xuất thay đổi khác nhau trong luật thuế mà có thể tác động tiêu cực tới thành tích ròng đạt được từ thu nhập, lãi vốn và có lẽ là các dạng thu nhập đầu tư miễn thuế khác. Có thể sẽ có nhiều đề xuất khác xuất hiện trong tương lai. Nhìn chung, tôi cảm thấy rằng qua nhiều năm, các thay đổi đó sẽ có tác động tiêu cực tới kỳ vọng tương đối của tôi về thu nhập sau thuế từ trái phiếu miễn thuế hiện tại so với cổ phiếu phổ thông, và thậm chí còn làm chúng tăng lên một chút.

2. Tôi đang nói về các kỳ vọng trong mười năm tới – chứ không phải vài tuần hay tháng tới. Tôi thấy sẽ dễ dàng khi nghĩ về điều gì sẽ phát triển trong thời gian tương đối dài hơn là điều gì sẽ xảy ra trong ngắn hạn. Như Ben Graham từng nói: “Trong ngắn hạn, thị trường giống như một chiếc máy bầu cử, nhưng trong dài hạn, nó giống một chiếc cân hơn.” Tôi luôn thấy dễ đánh giá cân nặng do các yếu tố cơ bản quyết định hơn là các phiếu bầu bị chi phối bởi tâm lý.

3. Hiện tại, đầu tư hoàn toàn thụ động vào trái phiếu miễn thuế sẽ

mang lại lợi suất khoảng 6,5%. Có thể đạt được mức lợi suất này với chất lượng tuyệt vời và duy trì trong bất kỳ khoảng thời gian nào mà nhà đầu tư muốn thỏa thuận. Các điều kiện đó có thể không tồn tại trong tháng 3 khi tôi và Bill luôn sẵn sàng trợ giúp mọi người mua trái phiếu, nhưng hiện tại chúng thực sự tồn tại.

4. Kỳ vọng mười năm đối với các cổ phiếu công ty nói chung có lẽ không vượt quá mức 9%, chẳng hạn gồm 3% cổ tức và 6% giá trị tăng. Tôi hoài nghi việc Tổng Sản phẩm Quốc dân (GNP) tăng trưởng hơn 6% một năm – tôi không tin là lợi nhuận công ty sẽ tăng bằng tốc độ của GNP – và nếu hệ số nhân của lợi nhuận không thay đổi (với những giả định này và mức lãi suất hiện tại thì chúng sẽ không đổi), toàn bộ giá trị của doanh nghiệp Mỹ sẽ không tăng trưởng ở tốc độ tăng trưởng kép dài hạn trên mức 6% mỗi năm. Thông thường cổ phiếu sẽ tạo ra (đối với đối tượng nộp thuế được mô tả trước đó) 1,25% sau thuế từ cổ tức và 4,75 % sau thuế từ lãi vốn, vậy tổng lợi suất sau thuế là khoảng 6,5%. Tổng lợi suất trước thuế từ cổ tức và lãi vốn có thể trong khoảng 4-5%, khiến mức lợi suất sau thế sẽ thấp hơn một chút. Điều này không mấy khác biệt với số liệu trước đây và nhìn chung, tôi tin rằng quy định thuế trên lãi vốn trong tương lai có thể sẽ còn khắt khe hơn trước.

5. Cuối cùng, có thể một nửa số tiền đầu tư vào cổ phiếu trong 10 năm tới sẽ được quản lý chuyên nghiệp. Vì vậy, theo lý thuyết, thành tích tổng thể của nhà đầu tư có số tiền được quản lý chuyên nghiệp sẽ bằng thành tích trung bình (hay 6,5% sau thuế nếu các giả định ở trên của tôi là chính xác).

Theo phán đoán của tôi, dưới 10% số tiền được quản lý chuyên nghiệp (trung bình là 40 triệu đô la chỉ riêng cho giai đoạn vượt trội này) được quản lý nhất quán trong 10 năm sẽ có thành tích trung bình cao hơn 2 điểm phần trăm so với kỳ vọng nhóm. Số tiền "được quản lý rất tích cực" sẽ không đạt thành tích vượt trội hơn đáng kể các số tiền được quản lý chuyên nghiệp thông thường khác. Hiện tại, có thể có 50 triệu đô la thuộc nhiều mức độ khác nhau trong nhóm "tích cực" này – có lẽ gấp 100 lần so với 10 năm trước – và 50 triệu đô la thì đơn giản là không thể "sinh lợi nhiều."

Nếu mọi người cực kỳ may mắn và lựa chọn được nhà tư vấn có thành tích thuộc top 1-2% trong cả nước (nhưng họ sẽ nhận khoản

phí cao hơn bởi họ giỏi tới cỡ đó mà), tôi nghĩ mọi người cũng sẽ không thể đạt thành tích cao hơn 4 điểm phần trăm so với kỳ vọng nhóm. Tôi nghĩ nhiều khả năng là Bill Ruane thuộc nhóm này. Do đó, theo ước tính của tôi, trong 10 năm nữa, thành tích sau thuế từ khoản vốn được quản lý thực sự xuất sắc cho các "đối tượng nộp thuế điển hình" của chúng ta sẽ là 1,75% từ cổ tức và 7,75% từ lãi vốn hay tổng thể là 9,5%.

6. Kết luận khá sửng sốt là dưới các điều kiện bất thường trong lịch sử, việc đầu tư thụ động vào trái phiếu miễn thuế sẽ tương đương với kỳ vọng lợi nhuận từ khoản đầu tư vào cổ phiếu được quản lý chuyên nghiệp và chỉ thấp hơn một chút ít so với các khoản đầu tư vào cổ phiểu được quản lý tốt.

7. Vài lời về lạm phát – hầu như chẳng liên quan gì đến tính toán ở trên ngoại trừ nó đưa ra tốc độ tăng trưởng GNP giả định là 6% và giúp tạo ra lợi suất của trái phiếu miễn thuế là 6,5%. Nếu cổ phiếu sinh lợi 8% sau thuế và trái phiếu 4% thì nên sở hữu cổ phiếu thay vì trái phiếu, dù giá có đi lên, xuống hay sang ngang. Điều ngược lại sẽ đúng nếu như trái phiếu đưa ra lợi suất sau thuế là 6,5% còn cổ phiếu là 6%. Tất nhiên, lợi suất kỳ vọng sau thuế tốt nhất là quan trọng nhất – dù đồng đô la có tăng giá, giảm giá hay ổn định.

Tất cả các điều trên cần được xem xét với mức hoài nghi thích hợp với việc đánh giá tương lai. Tôi nghĩ sự đánh giá thực tế nhất luôn là một tương lai không chắc chắn – tôi trình bày điều này mà chẳng có nhiều cảm giác về tính chính xác của nó, mà chỉ để mọi người biết tôi nghĩ gì tại thời điểm đó.

Mọi người sẽ phải tự ra quyết định lựa chọn giữa trái phiếu và cổ phiếu và, nếu lựa chọn cổ phiếu thì ai sẽ tư vấn cho các anh về các cổ phiếu đó. Trong nhiều trường hợp, tôi nghĩ quyết định phần nhiều phản ánh các nhu cầu hữu hình và vô hình (thất thường) của mọi người về việc có thu nhập ổn định và giữ số vốn góp không biến động nhiều. Các nhu cầu đó có lẽ được cân bằng bởi các nhu cầu tinh thần muốn có thêm phấn khích và niềm vui khi được dự tính và thưởng thức các "trái ngọt". Nếu các anh muốn thảo luận vấn đề này cùng tôi, tôi sẽ rất vui lòng được giúp.

NGÀY 5 THÁNG 12 NĂM 1969

Chúng ta có nhiều báo cáo hàng năm, báo cáo kiểm toán, báo cáo tạm thời, bản cáo bạch, v.v. áp dụng cho các cổ phần Kiểm soát của chúng ta và chúng tôi sẽ rất vui lòng được gửi cho mọi người bất kỳ tài liệu nào mọi người yêu cầu. Tôi cũng thu thập các câu hỏi qua thư từ mọi người và sẽ gửi cho tất cả các thành viên góp vốn câu hỏi cùng câu trả lời ngay trước cuối năm. Đừng ngại hỏi bất kỳ câu nào xuất hiện trong đầu – nếu mọi người thấy vướng mắc, thì có thể nhiều người khác cũng vậy – và chẳng có lý nào bất kỳ ai phải băn khoăn về điều mà tôi có thể giải đáp.

NGÀY 5 THÁNG 12 NĂM 1969

Theo quan điểm cá nhân tôi, giá trị nội tại của DRC và B-H sẽ tăng trưởng đáng kể trong những năm tới. Dù chẳng ai biết được tương lai, nhưng tôi sẽ rất thất vọng nếu mức tăng trưởng đó không ở mức xấp xỉ 10% mỗi năm.

Giá thị trường của các cổ phiếu biến động với biên độ lớn quanh giá trị nội tại nhưng, về dài hạn, giá trị nội tại hầu như luôn được phản ánh trong giá thị trường. Do đó, tôi nghĩ cả hai chứng khoán này sẽ là các cổ phần tốt để giữ dài hạn và tôi rất vui nếu có một phần đáng kể giá trị tài sản ròng của tôi đầu tư vào chúng. Mọi người không nên bận tậm về biến động giá trong ngắn hạn khi trực tiếp sở hữu các chứng khoán này, cũng như mọi người sẽ chẳng cần bận tậm đến đều đó khi gián tiếp sở hữu chúng qua BPL. Tôi nghĩ tới chúng với tư cách các doanh nghiệp, chứ không phải "cổ phiếu," và nếu doanh nghiệp đó làm tốt trong dài hạn, thì cổ phiếu của chúng cũng vậy.

Liên quan tới các phần nắm giữ của mọi người ở những chứng khoán đó trong tương lai, tôi muốn nhấn mạnh rằng tôi sẽ không còn ở vị thế quản lý hay góp vốn với mọi người. Mọi người được tự do làm điều mình muốn với các cổ phiếu của mình trong tương lai và tất nhiên tôi cũng vậy. Tôi nghĩ rằng khá chắc chắn là tôi sẽ duy trì khoản đầu tư của mình vào DRC và B-H trong thời gian rất dài, nhưng tôi chẳng muốn có bất kỳ cam kết đạo đức nào khi làm vậy hay tôi cũng không muốn khuyên người khác làm vậy với cổ phần của mình trong

khoảng thời gian vô định. Tất nhiên các công ty sẽ thông báo hoạt động của họ cho tất cả các cổ đông và mọi người sẽ nhận được các báo cáo họ gửi, có thể 6 tháng một lần. Nếu tôi tiếp tục giữ các chứng khoán đó, như tôi hoàn toàn mong muốn, mức độ tham gia của tôi vào các hoạt động đó có thể sẽ thay đổi tùy theo các lợi ích khác của tôi. Nhiều khả năng là tôi sẽ sẵn sàng nhận một vị trí quan trọng liên quan tới các vấn đề chính sách, nhưng tôi chẳng muốn có thêm nghĩa vụ đạo đức nào ngoài việc là một cổ đông thụ động nếu lợi ích của tôi được phát triển ở nơi khác.

NGÀY 5 THÁNG 12 NĂM 1969

Trong các bức thư trước đây, tôi đã bày tỏ hy vọng rằng BPL có thể cung cấp một cơ chế mà tại đó nếu muốn, mọi người có thể tự động chuyển đổi các cổ phiếu DRC và B-H của mình thành tiền mặt. Tôi đã nhờ hai công ty luật xem xét kỹ trạng thái sau khi thanh lý của các cổ phần trong tay mọi người và các bức thư kèm theo (cần được lưu trữ cùng với các cổ phần) sẽ đưa ra các kết luận của họ. Như mọi người có thể thấy, các hướng dẫn đó không đơn giản và rõ ràng cho lắm. Tôi không thấy có cách nào khôn ngoan hơn để thực hiện các giải pháp mà tôi từng cân nhắc trước đây. Do đó, mọi người cần thực hiện theo các hướng dẫn họ đưa ra nếu muốn thanh lý cổ phần của mình. Như mọi người có thể thấy, các hạn chế đối với việc bán cổ phiếu áp dụng nghiêm khắc với tôi và Susie (bởi vị thế "người trong nội bộ" của tôi) hơn đối với mọi người. Phần nhiều cổ phiếu thường được bán qua lựa chọn "bán theo thỏa thuận riêng" như đoạn (3) đã mô tả. Nếu sau này các quy tắc rõ ràng hay đơn giản hơn, tôi chắc chắn sẽ cho mọi người biết.

Tại thời điểm phân phối DRC và B-H, tôi sẽ thông báo cho mọi người các mức giá trị áp dụng cho những cổ phần đó vào cuối năm 1969. Mọi người sẽ nhận được báo cáo kiểm toán và thuế của chúng tôi vào khoảng cuối tháng 1. Hiện tại, việc bán các cổ phiếu Blue Chip cùng với mức tăng đáng kể trong giá trị của cổ phiếu DRC và B-H sẽ nâng lợi suất tổng thể của chúng ta trong năm lên nhỉnh hơn 6% một chút.

NGÀY 26 THÁNG 12 NĂM 1969

Rất nhiều câu hỏi đã được đặt ra sau bức thư lần trước...

Nếu chúng ta không có lợi nhuận tốt từ mảng dệt may của Berkshire Hathaway, sao chúng ta vẫn tiếp tục vận hành nó?

Tôi không muốn thanh lý một mảng kinh doanh đang tạo công ăn việc làm cho 1.100 người khi mà Ban quản lý đã làm việc chăm chỉ để cải thiện vị trí của doanh nghiệp trong ngành, đem lại kết quả kinh doanh vừa phải, và miễn là mảnh kinh doanh không đòi hỏi vốn đầu tư bổ sung đáng kể. Tôi không muốn tiến hành những đợt di chuyển nhân sự mạnh chỉ để lấy thêm vài phần trăm điểm lợi nhuận mỗi năm. Rõ ràng, nếu chúng ta đối mặt với nhu cầu cần thêm một khoản đầu tư trọng yếu hay thua lỗ hoạt động trong thời gian dài, quyết định chắc sẽ khác đi nhiều, nhưng tôi không lường trước những phương án khác như vậy.

NGÀY 26 THÁNG 12 NĂM 1969

Tại sao các anh không đăng ký cổ phiếu Berkshire Hathaway và Diversified Retailing của mình để sau khi các thành viên góp vốn nhận được, các cổ phiếu đó có thể được giao dịch tự do?

Chúng ta đã cân nhắc khả năng này nhưng sau đó từ bỏ vì các cân nhắc về cả tính thực tế và pháp lý. Tôi sẽ chỉ thảo luận tính thực tế ở đây, vì chúng ảnh hưởng độc lập tới quyết định chúng ta đưa ra.

Hiện tại không có thị trường cho chứng khoán Diversified Retailing, còn cổ phiếu của Bersksire Hathayway chúng ta đang giữ có thể gấp 4-5 lần nguồn cung hiện tại của thị trường cho cổ phiếu này. Một nỗ lực nhanh chóng mua hay bán vài nghìn cổ phiếu có thể sẽ dễ dàng làm tăng giá của cổ phiếu BH lên vài điểm. Chúng ta sở hữu 691.441 cổ phiếu. Nếu chúng ta phân phối các cổ phiếu này cho mọi người thông qua đăng ký mà không có bao tiêu[81], và có thể một phần đáng kể cổ phiếu được chào bán bởi nhiều người bán hoạt động riêng lẻ nhưng gần như đồng thời, thì có khả năng, đặc biệt trong môi trường thị trường chứng khoán như chúng ta thấy gần đây, rằng thị trường cho hai cổ phiếu này không quá náo nhiệt. Đối với tôi, đây có

vẻ không phải tình huống tôi nên bỏ rơi mọi người, cả theo quan điểm mức giá hiện tại lẫn các lý do rằng các thành viên góp vốn khác nhau có thể phải thanh lý ở các mức giá khác xa nhau. Những người tinh vi hơn có thể đạt được lợi thế lớn hơn những người khác, và tôi tin rằng nhiều thành viên góp vốn sẽ không thể nhận được các mức giá tôi dự tính sử dụng cho việc định giá cuối năm. Đây có thể là điều kém công bằng nhất với mọi người, bởi chắc tôi sẽ nhận được một khoản phân bổ từ lợi nhuận của BPL trong năm 1969 dựa trên các mức định giá cuối năm này. Nếu thị trường trở nên u ám hơn, có thể tôi sẽ bị chỉ trích, dù cá nhân tôi có mua tại mức giá thấp hơn hay nếu tôi cố kiềm chế không mua.

Nếu chúng tôi cố gắng tài trợ việc bao tiêu đi kèm với đăng ký cho các thành viên góp vốn muốn bán, thì theo quan điểm của tôi, kết quả có thể còn tệ hại hơn. Chúng ta chỉ mới sở hữu các cổ phiếu của Blue Chip Stamps, và thấy rằng giá cổ phiếu của chúng ta đã giảm từ 24 xuống còn 16,5 sau khi thông báo bao tiêu, mà chúng ta là một phần trong đó. Tôi không muốn kết quả này xảy đến với các cổ phiếu của Berkshire và Diversified mà các thành viên góp vốn đang nắm giữ.

Tôi tin rằng bằng cách bán theo thỏa thuận riêng, các thành viên góp vốn muốn bán sẽ thu được nhiều lợi nhuận hơn từ chứng khoán của họ (và những người tinh vi hơn sẽ không có lợi thế tiếp thị so với những người biết ít hơn) so với khoản họ có thể kiếm được thông qua bao tiêu tại thời điểm này. Hơn nữa, các cổ phiếu này sẽ có khả năng cao được rơi vào tay của những nhà đầu tư dài hạn, điều này có nghĩa là thị trường trong tương lai sẽ ít biến động hơn. Chúng ta đã nhận được rất nhiều cuộc gọi từ các bên muốn thực hiện giao dịch riêng – chúng ta dự đoán rằng sẽ chẳng có khó khăn gì tác động tới các vụ giao dịch đó tại các mức giá theo định giá cuối năm của chúng ta.

NGÀY 26 THÁNG 12 NĂM 1969

"Tôi có nên giữ cổ phiếu BH hay DRC của mình?"

Tôi không thể đưa cho mọi người câu trả lời cho câu hỏi này. Tất cả những gì tôi có thể nói là tôi định làm vậy và thậm chí sẽ mua thêm. Tôi rất vui có một phần đáng kể giá trị tài sản ròng của mình được đầu tư vào các công ty này trong dài hạn. Rõ ràng, tôi nghĩ

chúng sẽ đáng giá hơn nhiều trong 5 hay 10 năm nữa. So với hầu hết các cổ phiếu, tôi nghĩ rủi ro mất mát của chúng khá thấp. Tôi hy vọng giá của chúng sẽ thay đổi ở phạm vi vừa phải theo các thành tích kinh doanh, thay vì biến động theo sở thích đầu cơ tăng hay giảm.

Rõ ràng, tôi không thể kiểm soát hiện tượng sau, nhưng cũng không định "thúc đẩy" cổ phiếu theo hoạt động thị trường tài chính đáng ghê tởm của những năm gần đây.

NGÀY 18 THÁNG 2 NĂM 1970

Hoạt động của tôi không bị đè nặng bởi việc phán đoán, thảo luận những điều vô nghĩa hay bắt tay. Mọi người để cho tôi chơi trò chơi này mà không chỉ tôi sử dụng gậy nào, cầm nó thế nào hay các người chơi khác giỏi tới mức nào. Tôi đã rất trân trọng điều này, và các kết quả mọi người nhận được đã thể hiện phần lớn thái độ và hành vi của mọi người. Nếu không cảm thấy như vậy thì mọi người đang đánh giá thấp tầm quan trọng của những khích lệ và cảm thông cá nhân trong việc tối đa hóa những nỗ lực và thành tích của con người.

Tóm lược

Cách thức mà Buffett tiến hành giải thể Công ty Hợp danh đưa ra ba bài học đầy giá trị. Đầu tiên và quan trọng nhất là tính chính trực và sự quan tâm thực sự cho lợi ích của các thành viên góp vốn của ông. Từ việc tìm một nhà quản lý đầu tư phù hợp, mua trái phiếu đô thị cho những ai muốn đi theo lời khuyên của ông tới việc đề xuất gần như rõ ràng rằng các thành viên góp vốn nên giữ cổ phần của mình ở Berkshire và DRC mặc dù ông cũng muốn sở hữu nhiều hơn, ông luôn đặt các thành viên góp vốn lên trước. Tính chuyên nghiệp trong các dịch vụ tài chính của chúng ta sẽ tốt hơn dường nào nếu mọi người đều hành động như vậy.

Thứ hai, từ góc nhìn thực tế, chúng ta thấy cách ông nghĩ về việc lựa chọn nhà quản lý và chúng ta cũng khám phá thêm nhiều điều về cách hoạt động của thị trường trái phiếu đô thị.

Thứ ba, ông khuyên chúng ta nên nghĩ tới danh mục đầu tư của mình như một tập hợp của các công cụ được chọn để kết hợp lại nhằm tạo ra mức lợi suất miễn thuế cao nhất với mức rủi ro tối thiểu. Chẳng có gì minh hoạt điều này rõ hơn việc so sánh giữa cổ phiếu và trái phiếu đô thị tại thời điểm đó. Khi nói tới rủi ro và phần thưởng, một lần nữa sự thông thường và tính thận trọng lại được chứng minh là các yếu tố độc lập với nhau.

LỜI KẾT
HƯỚNG TỚI LOẠI HÌNH CAO HƠN

"Ben sẽ nói rằng điều tôi làm hiện giờ có ý nghĩa, nhưng ông cũng sẽ nói rằng hầu hết mọi người sẽ khó làm vậy hơn nhiều."

– NGÀY 25 THÁNG 6 NĂM 2011

Sự kết thúc của Công ty Hợp danh chỉ là kết thúc của một khởi đầu đối với Buffett. Vào năm 1970, ông đã nhận vị trí Chủ tịch và CEO của Berkshire. Bằng cách chuyển từ công ty hợp danh lên công ty cổ phần, ông đang phát triển lên một loại hình cao hơn. Tại đó, ông đã giành được quyền kiểm soát trong một thực thể với khoản vốn cố định và khả năng chuyển khoản vốn đó từ công ty điều hành này sang công ty điều hành khác mà không phải trả thuế. Tuy nhiên, tinh thần làm việc của ông như thời còn ở Công ty Hợp danh thì chẳng thay đổi chút nào. Nếu có thì chỉ theo chiều hướng mạnh hơn.

Quan hệ đối tác doanh nghiệp

Dưới góc nhìn của Buffett, cũng giống như các thành viên góp vốn của BPL, các cổ đông cũng góp vốn chung với ông và cùng nhau họ sở hữu các tài sản của công ty, giống như họ sở hữu tài sản của Công ty Hợp danh vậy. Cuốn sách hướng dẫn cho cổ đông của Berkshire, phiên bản dành cho công ty cổ phần tương đương với Quy tắc cơ bản của Công ty Hợp danh, nói rất rõ điều này:

Mặc dù loại hình của chúng ta là công ty cổ phần, nhưng thái độ của chúng ta vẫn là thỏa thuận góp vốn. Tôi và Charlie Munger coi các cổ đông của mình là thành viên góp vốn chủ sở hữu còn bản thân là các thành viên quản trị. (Do quy mô các cổ phần, nên chúng tôi còn là thành viên kiểm soát, dù chẳng biết điều này tốt hay tệ hơn.) Chúng ta không coi công ty là chủ sở hữu cuối cùng của các tài sản

doanh nghiệp mà thay vào đó, coi công ty là cầu nối để giúp các cổ đông của chúng tôi sở hữu các tài sản đó.

Buffett không chỉ duy trì thái độ góp vốn mà thậm chí ông còn thống nhất chặt chẽ lợi ích tài chính của mình với các chủ sở hữu hơn bởi ông chẳng nhận khoản phí thành tích nào. Tại BPL, ông nhận khoản phí 25% từ tất cả các lợi nhuận vượt quá mức 6% đầu tiên cho các dịch vụ của mình với tư cách một nhà phân phối vốn. Từ khi đảm nhận vai trò là Chủ tịch của Berkshire, ông chỉ nhận một mức lương rất khiêm tốn mà chẳng có bất kỳ khoản phí thành tích nào hay bất kỳ lợi ích khác biệt nào so với các cổ đông.

Bức ảnh so với Đoạn phim

Bill Ruane từng nói rằng khi nói đến việc đầu tư, Graham đã viết Kinh thánh còn Buffett viết Kinh Tân Ước[(82)]. Câu này đã tổng kết lại hoàn hảo tất cả mọi điều. Cứ như thể Buffett khởi đầu là một học giả của Kinh Cựu Ước[(83)] và sau đó đã đi theo con đường riêng của mình. Ông luôn không ngừng phát triển, bổ sung và xây dựng trên nền móng các "nguyên tắc đầu tiên" do Graham đưa ra. Quá trình phát triển này đã xảy ra trong suốt những năm tháng của Công ty Hợp danh, mà tại đó chúng ta đã thấy việc ông sẵn sàng tập hợp các khoản đầu tư của mình ở mức độ ngày càng lớn hơn, phát triển dần dần từ các đầu lọc xì gà có giá rẻ lên các khoản tính lãi kép chất lượng cao, và rèn giũa khả năng độc đáo trong việc phá vỡ rào cản giữa tài sản và số vốn để cho phép chúng có thể thay thế nhau trong khi theo đuổi các lợi nhuận cao hơn.

Ông khởi đầu bằng việc tập trung vào "bức ảnh" thống kê của các bảng cân đối kế toán, tại đó ông tìm thấy các cổ phiếu rẻ nhất trong các chứng khoán vốn hóa nhỏ hiện có. Sau đó, điểm khác biệt đầu tiên so với phương pháp của người thầy là ông theo đuổi một danh mục đầu tư có mức tập trung cao. Trong khi Graham thích sự đa dạng hóa và chẳng bao giờ đầu tư quá nhiều vào một chứng khoán, thì khi nhìn thấy các cổ phiếu chắc chắn sinh lợi như Sanborn Map, ông đã dành một phần ba số vốn của mình vào một ý tưởng đầu tư.

Buffett tiếp tục gặt hái mức giá ngày càng cao nhờ vào các phương pháp định tính giá trị. Các phương pháp của Graham đã cho

phép ông nhìn thấy tính rẻ của một cổ phiếu công ty theo cách như chụp ảnh – nó tạo ra một bức ảnh thống kê về công ty tại đúng thời điểm có tín hiệu sinh lợi. Phương pháp định tính mà Buffett chậm rãi sử dụng sau này thì giống việc quay phim hơn. Ông bắt đầu nhìn xa hơn giá trị hôm nay và ngày càng nhận thức được nơi giá trị đó sẽ hướng tới. Các công ty chất lượng tốt như Walt Disney hay American Express liên tục tăng giá trị nội tại nhờ lợi thế của chúng. Các ý tưởng đầu tư định lượng theo kiểu "đầu lọc xì gà" ở các cổ phiếu vốn hóa nhỏ của Graham tuy chắc chắn nhưng thường chỉ tạo ra một khoản hời miễn phí duy nhất. Buffett ngày càng đánh giá cao các doanh nghiệp chất lượng tốt với giá trị tăng lên theo thời gian. Buffett rất cảm kích Charlie Munger, "Nhà triết học bờ Tây" của ông, vì đã từ từ kéo ông ra khỏi các cổ phiếu "đầu lọc xì gà" và nỗ lực không ngừng để giành lấy khoản lời miễn phí từ chúng.

Hai mươi năm sau khi Công ty Hợp danh chấm dứt, cánh cửa tới các chứng khoán "rất rẻ" đã đóng lại vĩnh viễn khi ông tổng kết quan điểm đầu tư mới của mình như sau: "Mua một doanh nghiệp tuyệt vời ở mức giá hợp lý thì tốt hơn một một công ty hợp lý ở một mức giá tuyệt vời. Charlie đã sớm hiểu điều này, còn tôi thì học chậm hơn. Nhưng giờ đây, khi mua các công ty hay cổ phiếu phổ thông, chúng tôi sẽ tìm kiếm các doanh nghiệp hàng đầu với đội ngũ quản lý xuất sắc."

Dù rõ ràng khác biệt với những thứ Graham sẽ làm, nhưng điều này không hề bất hợp lý. Như Buffett nói:

Ben cảm thấy rằng những điều tôi làm hiện tại có ý nghĩa với tình huống của mình. Dù vẫn dựa trên nền tảng của Graham, nhưng nó có phần định tính nhiều hơn bởi một điều là chúng ta đang quản lý số vốn lớn tới mức mọi người sẽ chẳng thể cứ ra kia và tìm các mức chênh lệch giá cả- giá trị tương đối nhỏ nữa. Thay vào đó, chúng ta phải đặt cược lớn hơn, và công việc đó sẽ liên quan tới việc xem xét nhiều tiêu chí hơn, không chỉ các tiêu chí định lượng. Nhưng, Ben sẽ nói rằng điều tôi làm hiện giờ có ý nghĩa, nhưng ông cũng sẽ nói rằng hầu hết mọi người sẽ khó làm vậy hơn nhiều.

Việc chuyển đổi từ định lượng lên định tính là một sự phát triển, chứ không phải cách mạng. Chẳng có điều gì từ Graham hay Buffett trước đây bị vô hiệu cả; chỉ đơn giản là phát triển thêm thôi.

Quan sát toàn cảnh

Graham luôn nói rằng việc đầu tư tiến triển tốt nhất khi nó giống việc kinh doanh nhất và việc kinh doanh tiến triển tốt nhất khi nó giống việc đầu tư nhất. Buffet không chỉ minh họa ý tưởng này, mà ông còn mở rộng nó bằng việc xóa bỏ sự khác biệt giữa hai khái niệm đó. Ông coi thị trường chứng khoán đơn giản như một cầu nối để các cổ đông sở hữu phần tài sản của họ mà công ty đang giữ. Các tài sản tự chúng có thể được mua hay bán và do đó có thể thay thế được. Các tài sản đơn thuần chỉ là một hình thức của vốn ở trạng thái nhất định – công ty và nhà đầu tư có trách nhiệm duy trì trạng thái vốn của mình tại hình thức cao nhất và hiệu quả nhất có thể.

Buffett đã chuyển đổi các tài sản chất lượng thấp của công ty thành vốn, số vốn này sau đó lại được chuyển ngược lại thành các tài sản hiệu quả hơn. Tại Dempster, điều này có nghĩa là việc chuyển đổi các hàng tồn kho không hiệu quả sang các chứng khoán hiệu quả cao. Tại Berkshire, điều này có nghĩa là việc chuyển đổi các tài sản lợi nhuận thấp trong ngành dệt may và bố trị lại chúng vào các tài sản ngân hàng và bảo hiểm có hiệu quả cao.

Đưa nguyên tắc nền tảng lên tầm cao mới

Sự phát triển trong quá trình đầu tư của Warren Buffett tiếp tục đạt tới nền tảng mới. Danh tiếng cùng với sự nhạy bén trong đầu tư của ông đã mở ra một lĩnh vực đầu tư riêng biệt cho Berkshire trong hàng thập kỷ. Gần đây, ông đã được quyền tiếp cận vào các chứng khoán như cổ phiếu ưu đãi[(84)] trả lãi cao của Bank of America, Goldman Sachs, và General Electric trong suốt thời kỳ khủng hoảng. Ông không chỉ tham gia thiết kế chúng mà còn tạo điều kiện cho Berkshire được độc quyền mua chúng.

Có lẽ điểm đáng chú ý nhất là sự nhất quán trong suốt các bức thư của ông, mặc dù phương pháp của ông có phát triển. Chẳng có ý tưởng nào bị vô hiệu hay cần điều chỉnh sau đó. Chẳng hạn, chẳng có nội dung nào trong bức thư vào năm 1957 mà trở nên không thống nhất với bất kỳ bức thư nào khác sau đó về mặt tri thức. Thay vào đó,

các ý tưởng được bổ sung, nuôi dưỡng hay giữ nguyên vẹn. Với sự hiểu biết sâu sắc hơn và các tình huống khác nhau (khoản tiền lớn hơn, tiềm năng đầu tư ít hơn), các ý tưởng cũ không hề bị thay thế, chúng chỉ trở nên ít hữu dụng hơn với ông mà thôi. Tất nhiên, điều này có nghĩa là chúng vẫn có thể hữu dụng với chúng ta.

Buffett đã để lại cho chúng ta một lộ trình vô giá cho tất cả các sinh viên và nhà đầu tư. Ông đã đặt ra một thách thức cho tất cả chúng ta. Cứ như thể ông viết bức thư gửi tới chúng ta và nói rằng: "Đây là cách đầu tư, đây là cách tôi đã làm; đây là lộ trình tôi thực hiện. Giờ, hãy xem liệu mọi người có thể đi cùng tôi xuống lộ trình đó không."

PHỤ LỤC A:

THÀNH TÍCH ĐẦU TƯ CỦA CÔNG TY HỢP DANH BUFFETT

NĂM	THÀNH TÍCH CHUNG CỦA CHỈ SỐ DOW (1)	THÀNH TÍCH CỦA CÔNG TY HỢP DANH (2)	THÀNH TÍCH CỦA THÀNH VIÊN GÓP VỐN (3)
1957	-8,4%	10,4%	9,3%
1958	38,5%	40,9%	32,2%
1959	20,0%	25,9%	20,9%
1960	-6,2%	22,8%	18,6%
1961	22,4%	45,9%	35,9%
1962	-7,6%	13,9%	11,9%
1963	20,6%	38,7%	30,5%
1964	18,7%	27,8%	22,3%
1965	14,2%	47,2%	36,9%
1966	-15,6%	20,4%	16,8%
1967	19,0%	35,9%	28,4%
1968	7,7%	58,8%	45,6%
1969	-11,6%	6,8%	6,6%

NĂM	THÀNH TÍCH CHUNG CỦA CHỈ SỐ DOW (1)	THÀNH TÍCH CỦA CÔNG TY HỢP DANH (2)	THÀNH TÍCH CỦA THÀNH VIÊN GÓP VỐN (3)
1957	-8,4%	10,4%	9,3%
1957-1958	26,9%	55,6%	44,5%
1957-1959	52,3%	95,9%	74,7%
1957-1960	42,9%	140,6%	107,2%
1957-1961	74,9%	251,0%	181,6%
1957-1962	61,6%	299,8%	215,1%
1957-1963	95,1%	454,5%	311,2%
1957-1964	131,3%	608,7%	402,9%
1957-1965	164,1%	943,2%	588,5%
1957-1966	122,9%	1156,0%	704,2%
1957-1967	165,3%	1606,9%	932,6%
1957-1968	185,7%	2610,6%	1403,5%
1957-1969	152,6%	2794,9%	1502,7%
LÃI SUẤT KÉP HÀNG NĂM	**7,4%**	**29,5%**	**23,8%**

(1) Dựa trên các thay đổi hàng năm trong giá trị của chỉ số Dow cộng thêm các khoản cổ tức nhận được khi sở hữu chỉ số Dow trong năm đó. Bảng này bao gồm số liệu của tất cả các năm khi Công ty Hợp danh còn hoạt động.

(2) Đối với thời kỳ 1957-1961 bao gồm thành tích kết hợp của tất cả các thỏa thuận góp vốn trước đó hoạt động trong suốt cả năm sau khi trừ đi tất cả các chi phí, nhưng trước khi phân phối lợi nhuận cho các thành viên góp vốn hay phân bổ cho thành viên hợp danh.

(3) Đối với thời kỳ 1957-1961 được tính toán dựa trên cột liền trước của thành tích Công ty Hợp danh đạt được để cho phép phân bổ tới thành viên hợp danh theo Thỏa thuận góp vốn hiện tại, nhưng trước các khoản rút hàng tháng của thành viên góp vốn.

Nguồn: Các nhà đầu tư siêu sao trong thị trấn của Graham và Dodd, Thư gửi thành viên góp vốn.

PHỤ LỤC B:

THÀNH TÍCH ĐẦU TƯ CỦA CÔNG TY HỢP DANH BUFFETT SO VỚI CÁC QUỸ TÍN THÁC VÀ QUỸ TƯƠNG HỖ HÀNG ĐẦU

Năm	Mass Inv. Trust (1)	Investors Stock (1)	Lehman (2)	Tri-cont (2)	Chỉ số Dow	Thành viên góp vốn
1957	-11,40%	-12,40%	-11,40%	-2,40%	-8,40%	9,30%
1958	42,70%	47,50%	40,80%	33,20%	38,50%	32,20%
1959	9,00%	10,30%	8,10%	8,40%	20,00%	20,90%
1960	-1,00%	-0,60%	2,50%	2,80%	-6,20%	18,60%
1961	25,60%	24,90%	23,60%	22,50%	22,40%	35,90%
1962	-9,80%	-13,40%	-14,40%	-10,00%	-7,60%	11,90%
1963	20,00%	16,50%	23,70%	18,30%	20,60%	30,50%
1964	15,90%	14,30%	13,60%	12,60%	18,70%	22,30%
1965	10,20%	9,80%	19,00%	10,70%	14,20%	36,90%
1966	-7,70%	-10,00%	-2,60%	-6,90%	-15,60%	16,80%
1967	20,00%	22,80%	28,00%	25,40%	19,00%	28,40%
1968	10,30%	8,10%	6,70%	6,80%	7,70%	45,60%
Thành tích tích lũy						
	189,30%	**167,70%**	**225,60%**	**200,20%**	**185,70%**	**1403,50%**
Lãi suất kép hàng năm						
	9,30%	**8,60%**	**10,30%**	**9,60%**	**9,10%**	**25,30%**

Nguồn: Thư gửi thành viên góp vốn

PHỤ LỤC C:

THÀNH TÍCH CỦA QUỸ SEQUOIA

Thành tích của Quỹ Sequoia trong 10 năm đầu tiên so với chỉ số S&P 500

THÀNH TÍCH HÀNG NĂM

	S&P 500	SEQUIX	CHÊNH LỆCH
1970	20,6%	12,1%	-8,5%
1971	14,3%	13,6%	-0,7%
1972	19,0%	3,6%	-15,4%
1973	-14,7%	-24,8%	-10,1%
1974	-26,5%	-15,5%	11,%
1975	37,3%	61,8%	24,5%
1976	24,0%	72,4%	48,4%
1977	-7,2%	19,9%	27,1%
1978	6,5%	23,9%	17,4%
1979	18,6%	12,1%	-6,6%

THÀNH TÍCH TÍCH LŨY (CAGR)

	S&P 500	SEQUIX
1970	20,6%	12,1%
1970-71	37,8%	27,4%
1970-72	64,0%	32,0%
1970-73	39,9%	-0,7%
1970-74	2,8%	-16,1%
1970-75	41,1%	35,8%
1970-76	74,9%	134,0%
1970-77	62,3%	180,6%
1970-78	72,9%	247,7%
1970-79	105,1%	289,6%
LÃI KÉP	**8,8%**	**17,4%**

Nguồn: Quỹ Sequoia, Bloomberg

PHỤ LỤC D:
DEMPSTER MILL

Dempster Mill

		1961		1962		1963	
Tài sản	Định giá theo	Sổ sách	Điều chỉnh	Sổ sách	Điều chỉnh	Sổ sách	Điều chỉnh
Tiền mặt	100%	166	166	60	60	144	144
Chứng khoán khả mại	Thị trường			758	834	1.772	2029
Khoản phải thu	85%	1.040	884	796	677	1.262	1073
Hàng tồn kho	60%	4.203	2522	1.634	980	977	586
Giá trị của bảo hiểm nhân thọ	100%	45	45	41	41	-	0
Chi phí trả trước	25%	82	21	14	4	12	3
Thuế thu nhập hoàn lại	100%			170	170	-	0
Tổng tài sản ngắn hạn	66%	5.536	3.637	3.473	2.766	4.167	3.835
Đầu tư khác	100%			5	5	62	62
Tài sản, nhà xưởng & thiết bị	Ước tính theo đấu giá	1383	800	945	700	872	650
Tổng tài sản		6.919	4.437	4.423	3.471	5.101	4.547
Nợ phải trả & Vốn chủ sở hữu							
Thương phiếu phải trả		1.230	1.230	-	-	125	125
Nợ khác		1.088	1.088	346	346	394	394
Tổng Nợ phải trả		2.318	2.318	346	346	519	519
Vốn chủ sở hữu		4.601	2.119	4.077	3.125	4.582	4.028
Tổng Nợ phải trả & Vốn chủ sở hữu		6.919	4.437	4.423	3.471	5.101	4.547
Cổ phiếu đang lưu hành		60	60	62	62	62	62
Giá trị sổ sách của mỗi cổ phiếu							
Giá trị điều chỉnh của mỗi cổ phiếu		$76,50		$65,60		$73,73	
			$35,24		$51,24		$64,81



TỔNG HỢP
EBOOK
HAY NHẤT VỀ
ĐẦU TƯ
SINVEST.VN